

アセット・アロケーション:

当社が確信していること

PHILIPPE ITHURBIDE、リサーチ、戦略、分析部グローバル総括

先月はマクロ経済に大きな変化はなく、むしろ当社がすでに資産配分に織り込んだトレンドが確認されたと言ってよいだろう。しかし、いくつかの重要なポイントも見受けられた:

- **ほとんどの国で、経済成長は手堅く維持され**、引き続き国内消費にけん引されている。しかし、今回はわずかに投資（特に米国、ユーロ圏と日本で）と外国貿易（主にアジアで）の伸びが確認された。当社では、ここしばらくの間、特にブラジルとロシアを注視し両国のオーバーウェイトを維持してきた。先月はその確信を強める結果となった。両国は、ここ数か月景気後退からの回復を続けているだけでなく、インフレが後退しているため、中央銀行が経済活動をサポートするための余裕を与えている。
- **FRBは再び市場に対し3月に実施する可能性が高い利上げへの準備をさせている**。FRBが2017年に2回引締めを行うことは間違いない。そして金融危機以来初めて、自らの金利予測分布図（ドット・プロット）に添った形となる。これはFRBが利上げのペースを加速したというだけでなく、自らの利上げ目標を修正したからだ。しかし、1995年2月～1996年2月（1年に+300bp）と、2004年6月～2006年6月（2年間で+425bp、または6週間毎に+25bp）に起こった、金融正常化からは程遠い。
- **米国の政治状況は引き続き重要な焦点だ**。ここ数週間の傾向としては、ドナルド・トランプは、特に中国と日本に関しては、敵対的な態度を和らげ冷静になってきているようだ。米大統領が、中国が為替レートを操作していると非難することをやめる可能性はあるか？もしそうなら、それは確かに一歩前進だ。過去10年間の米ドルに対する人民元の実行レートを見れば、トランプの批判が当たらないことが分かる。最近の人民元安（関税への恐怖、過去2年間に渡る毎月の純資本流出、1月に実施した資本規制など）は、米政権の標的に逆行している。**トランプが関税引上げと国境税案の両方を棚上げにする可能性はかなり高い**。これは当社のベースライン・シナリオにはなかったことなので、驚くには当たらない。国家財政を深刻に損なう政策を制定するのは難しいが、大規模なインフラ投資や税制改革が通過する可能性は高い。その規模がどのくらいかということが焦点だ。財政政策は、今後2～3週間以内に発表されるが、これは大きな変革をもたらすだろう。当社は法人税が33%から、おそらく20%に引き下げられると予測している。これは次のような理由から、単なる象徴的な政策とは思えない。i) 米国は世界でも最高の法人税率が課されている、ii) この政策は利益の本国送還を容易にし促進する効果がある、そして iii) これはまた米国への投資の回復を促す。現在の逼迫した労働市場を見れば、このような政策は間違いなく賃金上昇への期待を押し上げる。法人税を下げることの方が、関税を引き上げるよりも評判がよいだろう。法人税を下げることは国内の成長を促すが、関税を上げることは（すでに後退している）対外貿易を更に弱体化させ、多国からの報復のリスク（人民元の下落など？）を誘発する。
- **米国の情勢はやや沈静化しているが、欧州の政治情勢はそうではない**。特にフランスの選挙に関して、更なる緊張が浮上している。他のユーロ圏地域でも重要な選挙が行われるが、フランスの選挙は控えめに言ってもかなり注目されている。**イタリアの総選挙**は今年の後半まで行われないこと、そして（「過激派」を拒否する民意がないため）投票傾向が持ちこたれることを考慮すると、（ローマとトリノで起こったように）ベッペ・グリッロの「5つ星運動」が勝利するリスクはかなり高いと言える。しかし、重要なのは、グリッロは公然と反欧州を掲げているが、党内ではこの問題に関するコンセンサスはないということだ。最近、マッテオ・レンツィ

“

ほとんどの国で経済成長は手堅く維持され、引き続き国内消費にけん引されている

”

“

FRBは再び市場に対し3月に実施する可能性が高い利上げへの準備をさせている

”

“

財政政策は、今後2～3週間以内に発表されるが、これは大きな変革をもたらすだろう。

”

2017年03月

前首相が民主党党首を辞任したため、同党は選挙前に党員を招集しなければならない。このことも、選挙までの不確実性を高める。ドイツでは、今年の秋に総選挙が予定されている。メルケル首相率いるCDUとマルティン・シュルツ（元欧州議会議長）が率いるSPDが圧倒的な勢力だが、与論調査の予想では両党共に30%（わずか2ヶ月前には、CDUが30%でSPDは20%であった）で接戦となっている。しかし、両候補ともEUには好意的であるためEUへのリスクはない。フランスでは事態はもっと複雑だ。それには、少なくとも次の3つの理由がある：(i) 様々な党派の連立が最終段階に入っている。ヨーロッパエコロジー・緑の党（ヤニック・ジャド）は社会党（ブノワ・アモン）との連立を、中道右派の民主運動党（MoDem-フランソワ・バイル）は中道派マクロンの「エン・マルシェ」（前進！）運動と連携する。(ii) 共和党のフランソワ・フィヨンの候補者としての立場が複雑になってきている。そして、(iii) 可能性は低いものの、万が一、極右マリーヌ・ル・ペンの国民戦線が第二ラウンドの投票まで持ちこたえた場合でも、彼女が議会選挙で過半数を取得することはないだろう。総選挙後の膠着状態 — これが一番大きいリスクかもしれない。（7ページの「今月のテーマ」を参照）

それでも、微調整はあるものの、当社は先月詳細に説明した当社のポートフォリオのポジショニング（先月号を参照）を固持している：

- 現時点では、欧州の株式をわずかにオーバーウェイトしているが、前述の財政政策が発表されれば、米国の反発を予測している。欧州の政治が混乱した場合には、米ドル高がさらに進むことを留意すべきだ（マクロ・ヘッジについての議論は無視するべきではない）。
- 欧州の長期金利はもちろん経済活動指標（現時点では欧州を含む地域で比較的堅固だ）およびインフレ指標（少々上振れている）に依存しているが、主にドナルド・トランプの政策と欧州全体（特にフランス）の選挙結果に依存する。最後の要因は重要なので注意を払うべきだ。
- ソブリン債に対して、株式をオーバーウェイト。利益率が回復してきたため、当社にはゆっくりと楽観的な見方が戻ってきている。堅実な成長と強いインフレの組み合わせは良いニュースだ。欧州は最終的には困窮状態から抜け出すだろう（ユーロ、配当利回り、評価、将来の利益、配当方針、他地域よりも低い損益分岐率など）。
- ソブリン債に対して社債（特に投資適格債）をオーバーウェイト。しかし、米企業の再レバレッジが増えたことを考慮すると、米債券は欧州債券よりも利上げの影響を受けやすい事を留意すべきだろう。
- ユーロ圏周辺国と準中核国（主にフランスとオランダ）の債務へのエクスポージャーを減らした。
- 米国債に戻る前に、より良いレベルになるのを待つ。米国債は特にキャリー取引の機会として、また欧州や新興市場に問題が起こった時のための、自然なマクロヘッジとしての魅力があることを留意すべきだ。
- ユーロ圏の長期債券利回りが急激に上昇することとに賭けるべきではないが、少なくともフランスの選挙が終わるまでは、利回りが持続的に低くなることを期待すべきでもない。
- 当社はその極端に低い評価と多くのポートフォリオで急激にアンダーウェイトされていることを魅力的とみなし、2016年の第1四半期にインフレ連動債を買い戻したが、それはマクロ・ヘッジの質が原因だった。現在では、インフレ/サイクルと原油価格の上昇を含むファンダメンタルズに基づいて投資されている（短期の実際の債券の場合）。
- 徐々にではあるが、引き続き新興市場にも戻っている、しかし、いまだ現地通貨建て債務よりも、ハード通貨建て債務を選好する。新興市場は依然として多くの中期的価値を提供している。バリュエーションが魅力的であること、通貨がしばしば過小評価されていること、多くのポートフォリオでアンダーウェイトされていること、資本流入の可能性が高いことなどが、当社が新興市場に強気となっている理由だ。

“フランス：最大のリスクは総選挙後の政治的こう着状態”

“ユーロ圏周辺国と準中核国（主にフランスとオランダ）の債務へのエクスポージャーを減らした”

“ユーロ圏の長期債券利回りが急激に上昇することとに賭けるべきではないが、特にフランスの選挙が終わるまでは、利回りが持続的に低くなることを期待すべきでもない”

2017年03月

- 米ドルのロングは維持している。米ドルは、FRBの金融政策と今後の財政政策に後押しされると見る。
- 英ポンドには引き続きかなりの注意を払っている。英国のEU離脱は非対称なリスクであり、実際リスクまたはリスクの恐れのも自然で単純な影響は通貨に現れる。しかし、ユーロ圏が混乱した場合、英ポンドは魅力的なマクロヘッジの対象となる。現時点では、英ポンドの質は最も魅力的であると当社は見ている。
- ユーロは引き続き通常より変動しやすくなっている。世論調査とフランスの選挙で反欧州政党が選ばれることへ恐れは、長期的にはユーロを大幅に下落させる可能性が高い。
- SEKやNOKなどの通貨が、再び魅力的な選択肢になってきている：これらはEMUでもEU通貨でもないというだけでなく、現時点では、非常に緩和的な金融政策のもと、実質的には非常に（おそらく余りにも）過小評価されている。
- 当社はマクロヘッジ戦略を保持している。世界的な地政学的背景と、米国と幾つかの主要国（主に中国）との緊張関係、および欧州の政治情勢には防御が必要だ。米国債市場、ボラティリティ、米ドルの現金、およびインフレ連動債は、特に魅力的と見る。今後状況がより混乱すると見るなら、金への長期エクスポージャーを保持するべきだ。

“ 当社は米ドルのロング・ポジションを維持 ”

“ ユーロ：脆弱で変動しやすい ”

“ 現時点では、SEKとNOKがユーロの代替として適している ”

次の表は、債券、株式、およびマルチ・アセット・ポートフォリオについて、当社の資産配分をまとめたものである。

ポートフォリオのタイプ

| >株式ポートフォリオ | >債券ポートフォリオ | >分散ポートフォリオ |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> • 米国株式と比較してユーロ圏の株式を選好 • 欧州のセクター： <ul style="list-style-type: none"> - オーバーウェイト：ヘルスケア - ニュートラル：リート(REIT) - アンダーウェイト：ギリシャとポルトガルの銀行 • 米国セクター： <ul style="list-style-type: none"> - オーバーウェイト：循環株、金融株、中型・小型株(国内向け) - アンダーウェイト：グローバル貿易株および公益事業 • 新興市場：世界的に慎重を期す。新興市場内では： <ul style="list-style-type: none"> - オーバーウェイト：インド、ペルー、フィリピン、ロシア、メキシコ - アンダーウェイト：台湾、ギリシャ、トルコ、南アフリカ、韓国 - ニュートラル：中国 • 新興国通貨のポジションは大幅に下方修正 | <ul style="list-style-type: none"> • リスク資産をややアンダーウェイト • 米国債をアンダーウェイト • 欧州信用のオーバーウェイトを削減 • 米国信用をオーバーウェイト • 欧州の金融債をロング(引き続き選択的に) • デュレーション：グローバルにはニュートラル。逆イールドセグメントへのショート・バイアス • 米ドル、英ポンドと日本円をショート・デュレーションとする • 米国とユーロ建ての債券をロング • 新興国債務： <ul style="list-style-type: none"> - ハード通貨の債務を選好(米ドルをロング) - ローカル債務はアンダーウェイト • ユーロと日本円に対して米ドルをロング • 新興国のコモディティ通貨をいくらかロング | <ul style="list-style-type: none"> • 「バリュー」要因と欧州金融銘柄をロング • 日本株全体にポジティブ(円ヘッジ付き) • 新興国通貨、債務(および株式)のポジションをいくらかとる • ハード通貨建ての新興国債務を大幅に選好 • 欧州中核国に対して、ユーロ周辺国の債務のオーバーウェイトを維持 • 米国債のロングを維持(キャリアとマクロヘッジ目的) • 社債：HYとIGは特に米国ではポジティブ • 損益分岐インフレにポジティブ(全地域) |

アセット・アロケーション:

今月のトピック

フランス大統領選挙:
現状を把握し
現在の問題を読み解く

PHILIPPE ITHURBIDE、リサーチ、戦略、分析部グローバル総括

金融市場ではフランスの選挙が大きな懸念となっている、なぜなら、この選挙が近年のトレンドを象徴するからだ。それらはEMU中核国（EU周辺国）における極右端（又は極左翼）政党の台頭、既存支配者層への拒絶反応の上昇、保護主義への誘惑、欧州および/または欧州機関への敵対意識、不平等との闘い、付加価値共有に関する議論（株主 vs. 従業員）などがあげられる。反欧州、欧州改革、または改革がなされない場合（マリーヌ・ル・ペンとジャン＝リュック・メランションが主張するような）EUを離脱することを掲げる候補者が当選することは、英国のEU離脱、または米国のトランプ大統領の当選の流れの継続であると受け取られている。

これは当社の中心的なシナリオではない。しかし、選挙結果が明らかになるまでは、リスク・プレミアム（ドイツに対するスプレッド拡大、ボラティリティ、CDSなど...）が高止まりするのは当然だろう。しかし、英国のEU離脱の国民投票と米国大統領選は、単一のラウンドでの選挙であったことを覚えておこう。これは非常に重要なポイントだ。フランスの選挙はそれとは異なり、第二ラウンドで勝者が劇的に拒絶される可能性がある。第一ラウンドでの勝者が、第二ラウンドでも勝者となる保証はない。連立政権や支持移転などが違いを生む。本記事の目的の1つは、そのプロセスを具体的に説明し、可能なシナリオを提示することだ。

今年の選挙には、4つの投票日があることを頭に置いておこう:

- 大統領選挙（2017年4月23日（日）および2017年5月7日（日））
- 議会総選挙（2017年6月11日（日）および2017年6月18日（日））、577人の議員を改選。

フランス大統領選挙の候補者

現在のところ、真剣にまたはやや「空想的」に、大統領に立候補したいと言っている人物は50人を超える。しかし、事はそう簡単ではない。立候補するためにはスポンサー（推薦人）を集めなければならないのだ。立候補するためには、候補者は少なくとも30の異なる部門で500の選出された代議員の署名を得る必要がある（そして1部門での署名は50（10%）を超えてはならない）。選出された代議員のみが大統領選への立候補申請に力を貸すことができる。選出された代議員とは、市長（フランスには36,000の地方自治体がある）、議会議員、上院議員、欧州議会議員、地方自治体議員、一般議員、コルシカ議会または海外議会の議員などが含まれ、推薦人となる人は、合計で47,000人以上いる。立候補者は3月17日の午後6時までに、500人の推薦人リストを提供する必要がある。各大統領選挙ではたった12人ほどが正式な候補者になる。何人かは必要なスポンサー数を取得できず撤退し、何人かはより強みのある候補者のために立候補を取りやめる。

正式に立候補を宣言した個人の中で、今のところ8人が必要な500の署名を集めて立候補手続きを完了している。3月14日現在では、彼らの名前はアルファベット順で、次の通りである。

ナタリー・アルトー、極左政党「労働者の闘争」(LO)の公認候補(2012年大統領選挙の第一ラウンドで0.56%の票を獲得)。46歳。

要点

金融市場ではフランスの選挙が大きな懸念となっている、なぜならこの選挙が近年のトレンドを象徴するからだ。それらはEMU中核国（EU周辺国）における極右端（又は極左翼）政党の台頭、既存支配者層への拒絶反応の増加、保護主義への誘惑、欧州および/または欧州機関への敵対意識、不平等との闘い、付加価値共有に関する議論（株主 vs. 従業員）などがあげられる。

反欧州、欧州改革、またはEU離脱を掲げる候補者の当選が可能だと言う事実そのものが、不確実性とボラティリティをもたらす、金融市場にダメージを与える（ユーロの脆弱性、ドイツに対する金利スプレッドの拡大、CDSレベルの上昇など）。EUからの離脱は複雑ではあるが、フランスがEUを離脱すれば、欧州構想に深刻なダメージ（破壊）をもたらす。これは当社のシナリオではない。しかし、選挙結果が出るまでは、このような緊張が無くなる可能性はまずない。



市場ではフランスの選挙が大きな懸念となっている。この選挙が近年のトレンドを象徴するからだ。



2017年03月

フランソワ・アスリノー、共和国人民連合 (UPR) の創立者。2004年～2006年まで経済・財政・産業省の財務省監査官を務める。59歳。

ニコラ・デュボン＝エニャン、極右政党「立ち上がり共和国」の候補者 (2012年大統領選挙の第一ラウンドでは、1.796%の票を獲得)。55歳。

フランソワ・フィヨン、共和党の公認候補、元首相 (2007-2012年)、(ジャック・シラクとニコラ・サルコジ内閣で) 高等教育・研究大臣、情報技術と郵便大臣、社会問題・労働・連帯大臣、教育大臣を歴任。62歳

ブノワ・ハモン、社会党 (PS) 公認候補、(フランソワ・オランド政権で) 社会問題労働連帯大臣、教育大臣を歴任。49歳。

マリーヌ・ル・ペン 極右翼「国民戦線」の公認候補 (2012年の大統領選挙の第一ラウンドで17.9%の票を獲得)。48歳。

エマニュエル・マクロン 「エン・マルシェ! (前進)」運動の候補、(フランソワ・オランド政権で) 経済大臣を務める。38歳

ジャン＝リュック・メランション 最近名称を「不服従のフランス」(FI) と改名した元「左翼党」の党首 (2012年の大統領選の第一ラウンドでは11.1%の票を獲得して4位につけた)、リオネル・ジョスパン内閣で職業教育大臣を務める。65歳。

全体的には、5人の候補者が第一ラウンドで10%以上の票を獲得する可能性がある: 右派のマリーヌ・ル・ペンとフランソワ・フィヨン、そして左派のブノワ・ハモン、エマニュエル・マクロン、ジャン＝リュック・メランションである。

右翼政党のフランソワ・フィヨン (現在、彼の立候補が複雑になっている) とマリーヌ・ル・ペンは、欧州の保護主義や移民政策などの問題で相容れないため、選挙の第二ラウンドでの共闘は不可能となっている。

左翼政党の共闘はもっと複雑である: 現時点での3人の候補者と極左翼の2人の候補者で、最も断片化された政治情勢となっている。しかし、3人の主要候補は、比較的伝統的な政治の流れを表している。

- **「ビッグバン」の支援者** 大変革を求める極左翼が提唱している。ジャン＝リュック・メランション、フィリップ・プトー、ナタリー・アルトーなどの他候補者も提唱している。
- **福祉国家の支持者** 彼らの政策は、主な金融および財政の平衡に急速に負担をかける。明らかにフランソワ・ミッテランとフランソワ・オランドの政治的な礎石であり、2017年の大統領選挙ではブノワ・ハモンが支持している。
- **企業と政府の「競争力」の支持者**。この勢力は常に存在していたが、過去数十年来少数派である。これはエマニュエル・マクロンの政策に盛り込まれている。彼の思考は、「市場は出来るだけ多く使い、国家は必要なだけ使う」ことが適切な目標だという1959年のドイツSPD党の思考を思わせる。しかし、逆にもっと左寄りの社会党の政策を望む左派の有権者は、この政策を自分たちのものとは思わず、フランソワ・フィヨンの保守的な政策に近いと思っている。マクロンはまた、「経済には右も左もない... 機能するかしないかだ」と言った、英国の元労働党首相トニー・ブレアをも思わせる。

これらの違いを越えて、我々が明確に認識すべきは、(オランダ、イタリア、フランス、そしてドイツで) 今後行われる全ての国政選挙において問われているのは、**欧州統合が持続できるかどうかだ**ということだ。フランス大統領選挙の全候補者の中で、EU、またはより極端に現在組織化されている欧州機関に対して、公然と敵対しているのは、マリーヌ・ル・ペン (国政では極右翼となる「国民戦線」と) とジャン＝リュック・メランション (政治的スペクトラムでは極左に近い「不服従のフランス」) だけである。これら2人の候補者は、EUを変更することが出来ないなら、EUを離脱しなければならないと

“

立候補するためには、少なくとも30の異なる部門で500人の代議員の署名を得る必要があるが、500人の支持者リストは遅くとも3月17日までに提出されなければならない”

”

“

右派か左派かは重要で - しばしば相容れない - どちらの陣営も分裂している”

”

2017年03月

考えている。他の候補者たちは、フランソワ・フィヨン（保守右翼「共和党」）とブノワ・ハモン（伝統的な左翼である「社会党」）のように、公然とEU賛成を掲げている、または、彼らの運動がEUに参加するという意志に基づいている（エマニュエル・マクロンの中道左派「エン・マルシェ」）。彼らはフランソワ・バイルの（MODEM）と連帯したため、現在では中道右派となっている。EU懐疑派/反EU政党（両党ともビッグバンを支持）が現在、意図的投票数の40%を集めていることは事実だ（マリーヌ・ル・ペンが30%、ジャン＝リュック・メランションが10%）、しかし、この2つの政党が連立する可能性は全くない。

現在の世論調査では、メランションが欧州に及ぼすリスクは、ル・ペンよりもかなり少ない。しかし、当社はこのリスク・シナリオには賭けない。しかし、もし国民戦線党（マリーヌ・ル・ペン）が権力を握れば、フランスのEU離脱が可能になることは確実だ。EUを改革するか、さもなければEUを離脱することがル・ペンの戦いだ。彼女はフランスが今後6ヶ月間に、経済政策、移民政策を変更しないなら、約束通り、EU離脱の国民投票を実施すると明確に宣言した。ここで重要なのは、次の問いだ：フランス人は自国をEU圏外に追いやる準備が来ているのか？ 答えは定かではない。実際フランスのEU離脱（Frexit）へのリスクはEU（特にEMU）に引き続き影響を与えることには間違いない：これはユーロの脆弱性、ドイツに対する周辺国（フランスを含む）のスペルードの拡大などに現れる。当社は、ル・ペンが大統領になり、フランスがEUとEMUを離脱するというシナリオを信じていない。ドイツでは、アンゲラ・メルケル首相とマルティン・シュルツ（前欧州議会議長）の両候補者が、フランスで選出される可能性が最も高いエマニュエル・マクロンとフランソワ・フィヨンと同様、EUの支持者である。しかし、そうなる前に、金融市場は次の3つの重要な状況に直面する。

- まず、大統領選挙の第1ラウンドで極右政党が首位になる可能性を受け入れることだ。本項執筆時点での最新の世論調査によると、マリーヌ・ル・ペンは、エマニュエル・マクロン（中道左派の「エン・マルシェ」運動）、フランソワ・フィヨン（保守右派）、ブノワ・ハモン（社会党）、ジャン＝リュック・メランション（左派）を抜いている。それぞれの支持率は、27%、24%、20%、14%、13%となっている（2017年3月14日付けOpinion Way社調査による）。
- 現在の世論調査によれば、その後大統領選挙の第二ラウンドにおける票の移転など通じて、マリーヌ・ル・ペンが排除される。票の移転、右翼政党が左翼政党のために撤退すること又はその逆が行われたため、フランスの有権者は今までのところ、全国、地域、自治体などのほとんどの選挙で極右翼候補者を排除してきた.....このことを留意すべきだ。フランス人は、第一ラウンドでは彼らの心で、第二ラウンドでは彼らの頭で投票すると言われている。マリーヌ・ル・ペンは、E. マクロンには40%対60%で、F.フィヨンには43%対57%で、敗退すると予想され、その差は統計的に有意である。
- 最後に、新大統領（最新の世論調査によればE.マクロンかF.フィヨンの可能性が高い）は、議会選挙でも過半数を得る有権者を引き付ける必要がある。これが安定した政権を保持する唯一の方法だからだ。この2人の候補者は明らかにEU賛成の候補者である。当選すれば、構造改革を実行する実力があり、強い仏独共同体体制を構造する兆しが見える。右派の候補者は、右派陣営の全ての支持を受けるが、左派のE. マクロンに関しては同じことは言えない。多くの社会主義の有権者にとて、彼は「反党派」と見られているからだ。マクロンは最近MODEMのフランソワ・バイルと連携したことで、今では中道派とみなされている。バイルは過去3回の大統領選に中道派として出馬している（2002年、2007年、2012年。2007年には第一ラウンドで3位に入り約19%票を獲得した）。マクロンが当選した場合、そのリスクとなるのは、同質の政党が彼を支持していないことにある。これは状況を複雑にする。このような状況は、マ

“ EU懐疑的/反EUの2つの党が、現在40%の投票意図を獲得している ”

“ フランスのエマニュエル・マクロンとフランソワ・フィヨンと同様、ドイツでは、アンゲラ・メルケル首相とマルティン・シュルツがEU賛成派である。 ”

“ ほぼ半数の有権者が、まだ投票意図を変更する可能性がある ”

2017年03月

リーヌ・ル・ペンとエマニュエル・マクロンが連携しても同様だ（社会主義者たちの大規模かつ無条件な抵抗を除けば）、ブノワ・ハモンとの連携だとかなり高く、フランソワ・フィヨンとの連携では無視できないレベルであろう。最終的なリスクは国の政治が停止してしまうことだろう。

世論調査をどう見るか？避けられない... しかし、信頼できないものか？不可欠な読み方グリッド

英国の国民投票と米国でのドナルド・トランプの勝利以来、世論調査と調査機関を批判することが普通になってきている。観察者の中には世論調査を受け入れない人もいれば、世論調査ばかりを語る者もいる。世論調査をどう評価すべきなのか？

当社では世論調査の結果を見る際、まず使われた方法を見るようにしている。

選ばれた**サンプル**は、性別、年齢、社会的な職業分類、地理的状况など、国の人口動態を代表したものでなければならない。サンプルが多ければ多いほど信頼性も高くなる、その逆もしかりだ。**許容誤差**も重要な基準である。サンプル数が小さければ小さいほど許容誤差が高くなることは誰でも知っている。つまり、世論調査で2人の候補者の間の1%または1.5%の差であれば、許容誤差を考慮すると、統計学的にはその差はゼロと同じなのだ。1,500人のサンプルでは、10%の投票意図は実際には8.5%~11.5%の間、30%の投票意図は27.7%~32.3%間を意味する。これは公表されている幾つかの世論調査間のギャップへの信頼を損ねる。言い換えれば、幾つかの世論調査を参照すれば、現在のF.フィヨンとE.マクロンとの間のギャップはほんのわずかと言うことになる：どちらが選ばれても、世論調査の信頼性を変えるものではない。世論調査の**タイミング**も重要だ。投票意図はフィヨン候補の妻への公金横領事件で急落したが、その後マクロンが、バイルとの提携合意を得た後に(わずかに)戻った。強力かつ余り注目されないイベントも世論調査の結果を左右することがある。それらを一時の写真のように見ず、イベントが動かす力としてみれば、より大きな意味を持つ。世論調査同士を比較することもほとんど意味がない：各調査機関のダイナミクスを見る方が適切だ。

投票の保証これは間違いなく重要な基準であるため、考慮する必要がある。簡単に言えば、投票保証とは自分の選択を確信している調査対象者の割合のことだ。伝統的には漠然とした基盤を持つ候補者もいるため、世論調査の実施日が投票日から遠い日であればあるほど、回答通りに投票する保証は低い。しかし、現時点では候補者間の重要な相異は、すでに明確になっている。例えば、メランションの潜在的支持者の内52%が支持者を変える余地があると認めた。ブノワ・ハモンの支持者も同様の割合で同じことを認めた。エマニュエル・マクロン場合、この割合は58%と更に高い。次の2人の候補者は強固な基盤を持つ。マリーヌ・ル・ペン(23%)とフランソワ・フィヨン(28%)である。つまり、この2人の候補者の支持者は彼らへの投票意思が固く、(突然のネガティブな事象が起こらない限り)その投票率は下落するリスクが低い。マクロンはそのリスクが高いということだ。しかし、これは後に投票意思が追加される前兆とは言えないし、投票の保証が上昇するわけでもない。分析を完全にするには次の3つの基準が必要だ。**勝利の願望、勝利予想、候補者が成功する候補者となるか(ならないか)**である。これは最後の瞬間に、まだ候補者を決めていない、または気まぐれな有権者を引き付ける可能性がある。世論調査によると、28%のフランス人がマリーヌ・ル・ペンが「大統領の資質」を持っていると思っているが、この割合はEマクロンでは45%に上る。

結論

フランスの選挙はユーロ圏への不安を復活させるが、これらの懸念は誇張されている。ドイツ国債(特にOATドイツ国債)に対するスプレッドやソブリンCDSに対するスプレッドは、選挙後に改善するだろう。一方で、結果を「静観する」態度が最善の戦略であると思われる(フランスと他の周辺国へのネガティブ・バイアスは維持)。

“ 世論調査で2人の候補者の得票率の差が1%~1.5%であった場合、許容誤差を考慮すれば統計学的な差はゼロに等しい ”

“ フランスの選挙はユーロ圏への不安を復活させるが、これらの懸念は誇張されていると見る ”

2017年03月

アセット・アロケーション

サマリー表

| アセット・アロケーション：マルチ・クラスの見通しと確信 | | | | | | | | |
|-----------------------------|--------|-----|----|---|---|---|----|-----|
| | 1カ月の変化 | --- | -- | - | 0 | + | ++ | +++ |
| 株式/国債 | → | | | | | | □ | |
| 社債/国債 | → | | | | | | □ | |
| 株式/社債 | → | | | | | □ | | |
| デュレーション | → | | | | □ | | | |
| 社債 | → | | | | | □ | | |
| 原油 | → | | | | | □ | | |
| 金 | → | | | | □ | | | |
| ユーロ現金 | → | | | □ | | | | |
| 米ドル現金 | → | | | | | □ | | |

| 資産配分：主要な資産クラス別の相対的見通しと確信 | | | | | | | | | |
|--------------------------|---------------|--------|-----|----|---|---|---|----|-----|
| | | 1カ月の変化 | --- | -- | - | 0 | + | ++ | +++ |
| 株式 | 米国株式 | → | | | | □ | | | |
| | 日本株式 | → | | | | □ | | | |
| | ユーロ圏株式 | → | | | | | □ | | |
| | 英国株式 | → | | | | □ | | | |
| | パシフィック(日本を除く) | → | | | | □ | | | |
| | 新興市場株式 | → | | | | □ | | | |
| 国債 | 米国債(短期) | → | | | □ | | | | |
| | 米国債(長期) | → | | | □ | | | | |
| | ユーロ圏中核国(短期) | → | | | | □ | | | |
| | ユーロ圏中核国(長期) | → | | | | □ | | | |
| | ユーロ圏周辺国 | → | | | | □ | | | |
| | 英国債 | → | | | | □ | | | |
| | 日本国債 | → | | | | □ | | | |
| 社債 | 米国投資適格債 | → | | | | | □ | | |
| | 米国ハイイールド | → | | | | | □ | | |
| | ユーロ圏投資適格債 | → | | | | | □ | | |
| | ユーロ圏ハイイールド | → | | | | | □ | | |
| | ハード通貨建て新興市場債務 | → | | | | □ | | | |
| | 新興市場地元債務 | → | | | | □ | | | |
| 為替 | 米ドル | → | | | | | □ | | |
| | ユーロ | → | | | | | □ | | |
| | 円 | → | | | | | □ | | |
| | 英ポンド | → | | | | | □ | | |

上記の表は、6-12カ月間の投資期間を表している。変化は、当社最新の投資委員会での見通しを反映している。別のラインは各主要な資産クラスの相対的な見通しや、外国為替およびコモディティのための絶対的な見通しを提供する。資産クラスの見通し、見通しや意見の変更は、予想される方向(+/-)で、そして確信の強さは(+ / ++ / +++)で表される。これらはポートフォリオの構築にかかわる制約と考慮事項とは無関係である。

マクロヘッジ戦略

| | 1カ月の変化 | 0 | + | ++ | +++ | |
|-------------|--------|---|---|----|-----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 米国債をロング | → | | □ | | | 米国、アジア、欧州で経済指標が安定してきたため経済的リスクは低くなってきている。フランスの主要経済指標は良好だが、政治的リスクがある。FRBは3月に金融引締めを政策を実施するが、これはすでに織り込み済みなため、利上げペースの真の変化の前兆ではない。米国の法人税の削減は成長のリスクを軽減すると予測する。米国債、米ドル(およびGBP、NOKおよびSEK)は、欧州の政治リスクとユーロ圏の困難へのリスクの代替えとして良い選択肢だ。 |
| ドイツ国債をロング | → | □ | | | | |
| 米ドルをロング | → | | □ | | | |
| 日本円をロング | → | □ | | | | |
| ボラティリティをロング | → | | □ | | | |
| 米ドル現金をロング | → | | □ | | | |
| 金をロング | → | | □ | | | |
| 米TIPSをロング | → | | □ | | | |

上記の表は1-3カ月間の短期投資期間を表している。変化(列2)は、当社最新の投資委員会での見通しを反映している。この記述は当社のリスク回避およびマクロ・ヘッジ戦略を表している。これらは資産配分テーブルに関連して検討する必要がある。資産配分についての悲観的見通しがヘッジングにつながることはない。悲観的見通しが一時的である場合(短期的には悲観的だが中期的には明るい)、当社は長期見通しに影響を与えることなく、ポートフォリオを保護する事もある。戦略の適用は、ポジション(+)で表され、そのポジションのスケールは段階的なスケール(+ / ++ / +++)で表される。これらの戦略は、保護の対象となる初期のポートフォリオ構築への制約と考慮とは無関係であり、オーバーレイ・ポジションである。

リスク要因

PHILIPPE ITHURBIDE、リサーチ、戦略、分析部グローバル総括

以下の表は、10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] 米国の政策ミックスの大きな変化を知覚する

[確率] 75%

分析 トランプ大統領が選出されたことで米国の哲学に大きな変化が生じることは疑いの余地がない。新大統領の声明によれば「世界の警察官」となることは避け、より「自己中心的」な論理によって政策が決定されるようだ。この主要な変更以外にも、経済政策が特に財政・税制政策を通じて大きく変更されるかどうか、今となっては問題となる。これによって金融政策はどのように変更されるのか？これらは、すべての重要な問題だ。減税やインフラへの支出が復活することは分かっているが、その政策による財政赤字への影響は相当大きくなる可能性があり、長期金利、公的債務、そして金融政策への影響が懸念される。米国議会が（共和党が多数を占めていても）、これらについて無条件に新大統領を支援しないことは分かっている：これは財政赤字にとってよいことではない。とは言うものの、その変化が選挙期間中の約束よりも穏やかだったとしても、相当な変化があることを想定しないことは間違いだ。法人税削減などの特定の提案は真に「大きな変革」を表す。この変革が相当なものであると判明した場合、その影響は利益の本国送金、米国における投資計画などを含む多くの分野に及ぶ可能性が高い。これらの進行状態はしっかり監視する必要がある。

市場への影響 トランプの勝利は多くの点で不確実性をもたらした：米国の国際的役割、NATO、貿易協定、気候合意、反移民政策、貿易政策、保護主義と関税の可能性など。議会で承認されれば、彼の今後の行動は金融市場（特に米ドル、ボラティリティそして長期金利）にとっては更なるリスクとなる。トランプ政権とFRBとの潜在的な衝突も債券市場にとっては不安材料だ。経済政策の大きな転換に関するリスク、財政赤字の拡大、余剰成長、ドルの勢力とインフレ期待の復活などは、現段階では小さいものではない。議会との交渉をしっかり見守る必要がある。

[リスク #2] イタリア：「イタリアのEU離脱」(Italexit)への国民投票が次のステップとなるか？ [確率] 15%

分析 (パオロ・ジェンティローニ率いる) 暫定政府とECBの資産購入プログラムの延長は、イタリアの金融市場を安心させてはいるが、総選挙が行われるとなると、これは選挙法の見直しの問題となる。当初は2018年2月に予定されていたが、金融市場には早期選挙（2017年の後半？）の実施についての懸念が残る。これは一方で「ポピュリスト」である「5つ星運動」が権力を握るのではないかと懸念、もう一方でEUに参加するかどうかについての国民投票（イタリアのEU離脱）を恐れているのだ。イタリアではポピュリズムの台頭が現実的となっている（これは支配者層、伝統的な政党の拒絶、保護主義の台頭、グローバリゼーションの拒絶、不平等が増加していることに対する怒り、中央集権の拒否、社会システムの改革への敵意などと同義である）。政治的安定が5年続いた後に大きな変化が訪れるリスクがある。このようなシナリオは間違いなく最悪のシナリオである。最初は政情不安/危機となり、それが改革の停止につながることは疑いの余地がない。しかし「5つ星運動」は、反欧州と言うより反体制であることを念頭に置くべきだ。だがイタリア人は、欧州連合とユーロに関して最も冷めている国民の一つである。つまり、欧州についての国民投票を行うことになれば、多くの不確実性を伴うということでもある。

市場への影響 早期選挙の見通しは、政治的不安定を誘発する。これはイタリアにとっては良いニュースではない。（特に良く比較されるスペインと比べると）イタリアは経済成長においてスペインに遅れを取っている。それでも、イタリアの債務はECBのプログラムで保護されているため（利回りとスプレッドを追求する）投資家の逃避を防ぐのに役立っている。イタリアのEU離脱の国民投票が行われるなら、イタリアの債券市場は特定のリスクとなり、金利スプレッドはイタリアのリスクの「再評価」により更に劣化する。政治的不安定性が進むため、株式および金利市場を非常に脆弱にする。

[リスク #3] FRBの意図の解釈を間違える・・・又はFRBが判断を間違える

[確率] 30%

分析 トランプの勝利で不確実性の度合いが増した：新大統領が2018年にイエレンFRB議長を2期目に任命するとは考え難い。また彼は金融政策の「自己満足」を批判したことで知られている。共和党も最近、特に規制についての彼女の見解について、FRB議長への敵意をあらわにしている。規制緩和はトランプ大統領にとっては優先順位が高い項目である。金利に関するメッセージを理解することは難しい：堅固な成長、ドル安、金融引締め政策をどうやって同時に実現するのか？FRBの意図/判断の解釈を間違えることはすでに重要なリスク要因となっている。選挙後、この状況は更に悪化した。米国のGDP成長は2%前後、インフレ率は2%に近く、完全雇用である。通常のサイクルであればFF金利は今日のレートよりはるかに高く推移しているべきだ。FRBはテクニカルには「後手に回っている」。今これは真実味を増す。なぜなら1945年以来12回あった米国の金融引締めサイクルの半分（6回）は、2年以内に景気後退が起こったからだ。FRBが余りに早急に、そして特に過度に動くことを、市場が恐れていることは疑いの余地がない。現時点では、FRBは慎重に対応している。現在の成長と景気サイクルは、まだ大規模な金利上げを正当化するレベルではないことを十分承知している。そして、過去8年間続いてきた超緩和的な金融政策からの逆転はいつもより重要であることも承知している。FRBの場合、ドルが上昇しないようにすることが大事だ（FRBのモデルによれば、ドルの実効為替レ

2017年03月

リスク要因

トが10%上昇すれば175bpの利上げと同等であることを示唆している)。インフレ指標は現在FRBの目標に近づいている。そしてFRBは2017年に2回の利上げを行うだろう。しかし、注意すべきは、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ということだ。利上げが時期尚早に行われたり、過度に行われたり、妥当な理由なくなされる、または重要なサプライズがある場合、市場の反応は悪くなる可能性がある。

市場への影響 もしFRBが失敗すれば、株式市場が急落し、それがすでに弱体化している新興市場へ拡大することは避けられない。このような状況になれば、欧州と米国のスプレッドと金利差は拡大しユーロ安がさらに進む。どちらも欧州のリスク資産を選好する2つの要因である。

[リスク # 4] 中国の「ハードランディング」/信用バブルがはじける

[確率] 20%

分析 中国のビジネスモデルは、過去10年間で変更された。経済成長はかつてのように輸出主導ではなく、内需が成長の重要な促進要因となっている。これは良い傾向だが、幾つかの欠点がある：融資が過剰で債務が膨らみ、産業競争力が崩壊、生産性は落ち込んでいる。簡単に言えば、潜在的成長率は下がっている。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。低迷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（現在は5%vs.15年前は10%）。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。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。最近の指標によれば、このリスクは低減されている。最近の3つの四半期において、GDP成長率は年率6.7%程度で安定している。（トランプが選挙戦で約束した）45%の関税が課されれば、これは負のスパイラルの始まりとなるが、当社ではこのような政策は採用されないと見ている。

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#5]世界経済成長の崩壊

[確率]15%

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。今までは、新興国経済の減速は明らかな現実であるが、「先進」諸国は既に4年先を行っている。「先進諸国」経済の再減速は、新興諸国からの二次的影響（輸出の低下）、投資の再低下、雇用の減少など……つまり現在成長を引っ張っている内需（主に個人消費）が低迷することから起こりえる。

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（特に財政政策において）、新興諸国間で、もう一つは先進諸国と新興諸国間での通貨戦争が再び起こる事を懸念する リスク資産、株式、信用の劇的な業績不振が起こる可能性が高い。

[リスク#6] 米国が不況に陥る

[確率]20%

分析 当社では2017年に2%（2016年には1.6%）の成長を見込んでいるが、2018年には多少加速する（2.2%）と予測している。従って、成長は今後2年間で潜在的成長率をわずかに上回ると予測する。これに関して、米国の景気後退の可能性はないと見るが、FRBが政策を施す余地があまりないことは懸念材料だ。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、FRBは17回（合計で425 bp）の利上げを行った。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について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。更に心配なのは、将来の経済政策に関する不確実性だ。極端に推し進めれば、保護主義（特にメキシコと中国への影響）、反移民政策（労働力と人口の減少と人件費の上昇）、そして商業条約の再交渉などは、米国を景気後退に落とし入れる可能性がある。しかし、このプログラムがそのまま採択される可能性は低い。そのため、米国の成長には（少なくとも短期的には）より良い見通しに焦点を当てるべきだ。

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。リスク資産への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。

2017年03月

リスク要因

[リスク#7] 人民元の大幅な切り下げ

[確率] 10%

分析 2015年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2016年1月初旬にも再び頭をもたげた。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。さらに、中国はG20国に対しそのような使い方をしないことを約束し、人民元は今ではSDRの一部となっている（10月1日以来）。2016年、中国は同国の外国為替システムを改正し、人民元の緩やかな切り下げを管理している。米国が保護主義政策をとることは中国にとっては致命的となる。中国当局はこの人民元の為替政策を取れなくなり、また継続する意志もないだろう、特に人民元が過小評価されていない今ではなおさらだ。トランプが言及し信じている事とは異なり、中国は自国通貨の操作を行っていない。現状は中国の長期計画に反して、中国当局が資本規制を設定せざるを得ない状況になっている。突然の切り下げ（少なくとも一日10%）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、中国経済政策全体の脆弱さを認めたと受け取られるはずだ。これはかなり低いリスクではあるが、大きな打撃となる可能性がある。なぜなら中国の現在の最重要課題は、その資本勘定を開くことだ：国際投資家を誘致するという事は、それほど独立していない金融政策を受け入れ、変動性が高い為替レート、オンショア市場とオフショア市場の異なるルール、より変動的な資本の流れ、そう簡単に管理できず、国際的な投資家に依存する市場を受け入れること、公的事業、特に国営事業をより透明化することなど、ガバナンス上かなり根本的な変革を意味する。人民元を急激に切り下げることは非常に悪い決断だ。

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の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#8] 新興国経済の大幅な減速

[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（および貿易政策）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。アジア諸国が唯一その圧力に逆らうことが出来ていた。それは中国経済の好調さと困難を克服する能力が原動力となっていたが、この地域が基本的に商品消費する地域だったということも理由の一つだ。企業の債務不履行や主要経済指標などにより、市場では時折警戒されるものの、中国政府による処置（金利引下げ、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）で、最終的には修正される。そのリスクとは、内需が解体され、経済政策が完全に無効になることだ。このリスクはここ数カ月の間に減少している：原油価格の上昇（OPECとの結束が強化）と資本の流入（中国を除く）は、これらの市場に新しい見方を与えている。米国が保護主義へ回帰する事への懸念は、多くの新興国経済の業績についての新たな懸念材料となっている。

市場への影響 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。商品価格が下落し経済活動が低下したことで、新興諸国の通貨安と新興諸国からの資本の流出は続くだろう。先進国のそして安全な資産クラスを選択すべきである。

[リスク#9] EU離脱後の問題は英国を長期的に弱体化する

[確率] 70%

分析 「離脱は離脱を意味する、我々はそれを成功させるつもりです」。これがテリーザ・メイが英国首相に任命された日の彼女立場だった。「2回目の国民投票が行われることはありません」と彼女は付け加えた。「EUに留まるという試みはしないし、バックドアを使って再び参加する試みもない、2回目の国民投票もありません。我が国はEUを離脱するという投票をしたのですから、それを確実に実行するのが政府と議会の義務です」もう少し詳しいことも分かってきた。メイ首相はリスボン条約第50条が2017年の第1四半期に行使されることを発表した。結果は、「ハードBrexit」だ。予測によれば、これは英国GDPにはかなりの悪影響を及ぼす。英国のGDPは2.5%～9.5%の低下する。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、自動車など、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。英国のリスクは、同国がEUからの制限を受けない独立性を手に入れるためには、将来単一市場で自由に取引することができなくなることにある。いずれにしても、遅くとも2017年の第2四半期に行われる交渉では何かかかっているのか・・・そしてそれは2年かかる可能性がある（詳細は、当社Cross Asset Investment Monthly Strategy, Amundiの2016年7月/8月号英国の「EU離脱」後についてのQ & Aを参照）。英国での緊急事態対応策の不在、英国とEU加盟国間の交渉の欠如（第50条の行使までは）、そして、議論の本質（現実主義から観念論者までの英国のEU離脱派に反対）は、現状をかなり混乱させる。

市場への影響 その場合、英ポンドが更に下落し、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。またユーロ圏の金融資産の脆弱性が増すことは間違いない。

2017年03月

リスク要因

[リスク#10] 英国のEU離脱に伴う新たな欧州危機

[確率] 20%

分析 英国のEU離脱は、純粋な経済的観点からEUに大きな影響を与えることはないだろう。しかし、輸出、直接投資の流れ、そして金融セクターを見れば、最も影響を受けるのは、特に英国とのつながりが強いアイルランド、ルクセンブルク、ベルギー、スウェーデン、マルタ、キプロスだろう。リスクは主に政治的なものである：他の欧州諸国が「欧州アラカルト」を叫ぶおよび/または英国離脱の処理について分裂するかもしれない。欧州の機関はその限界に達することが多い。それは「収束（コンバージェンス）の教義」がこのようなリスク・シナリオへの準備をさせなかったからだ。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、予算分野ではまだまだだ）。最近の英国の国民投票は、新しい不確実性の層を加えた。英国のEUからの離脱を管理することは、歴史の中で最も複雑な離婚のようなものだ。一つ確かなのは：これは欧州が（再び）危機を管理する能力があり、そのための計画があり、時々欧州に出現する「欧州アラカルト」を取り除くことができるかどうかという重要なテストだ。新しい欧州の危機が発生した場合、連邦主義に向かった偉大な飛躍がない限り（非常に低い可能性）、致命的となる可能性がある。英国との交渉が、フランスとドイツでの選挙の最中に行われることに注意するべきだ。これは政治的に理想的な状態ではない。欧州人は、特に欧州統合懐疑派を安心させるためには、欧州の理想と融和する必要がある。それは容易ではない。欧州の状況は、英国のEU離脱と米国選挙の前も既に複雑だった。

市場への影響 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#11] 金融不安が大きくなる

[確率] 70%

分析 ここ数年間の中央銀行の行動で金融業界に安定が戻ってきた。短期および長期金利の低下、ボラティリティの低下、信用スプレッドの縮小などが、より安定的な環境を作った要因である。しかし、これには要注意だ。(i) この安定性は過小評価出来ない不自然な側面を持っている。中央銀行は全ての問題（仕事、投資、成長など）を独自に解決することはできない。現状がもっと大きく改善しなければ、あるレベルの幻滅/失望が始まり、それが不安定性の原因となる可能性がある。(ii) 金融政策は（マイナス金利もQEも）すでに限界に達している。金融政策からこれ以上を求めることはできない。マクロ経済への対応は最終的には財政および税制政策によってなされる。伝統的には、金融市場にとっては、公共投資の方が低金利よりもはるかに効果が少ない。(iii) 最後に、欧州で行われる選挙は金融資産のボラティリティに影響を与えないわけではない。

市場への影響 特に労働市場が脆弱で政治的・社会的リスクが大きい欧州の地域では、不安定な金融市場はボラティリティと信用スプレッドの上昇が予測される。

[リスク#12] 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）。買値と売値のスプレッドでさえも金融危機以降は縮小している（金利の低下により）。また取引可能な量も大幅に減り取引速度も減速している。この2つは、流動性またはその欠如を反映する主要要素だ。覚えて置きたいのは、流動性の低い市場ほど、価格がファンダメンタルズを反映していないということだ。そして、そのような市場ほど、操作されやすく、感染のリスクも高く、ボラティリティも高くより不安定である。だから衝撃を吸収する能力が低いのだ。あまり安心感を与えない。

市場への影響 この事実は投資決定に組み込むべきであり、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るだろう。

2017年03月

リスク要因

[リスク#13] 銀行の崩壊

[確率] 10%

分析 このリスクは、非常に誇張されているように当社には見える。それでも楽観的ではない。マイナス金利は銀行を不利な状態に落とし入れている。資本コストの高さは、過去の危機、新たな危機の懸念、規制の不確実性、そして投資家が「銀行」と「銀行システム」の区別がつけられないことなどを反映している。それが銀行の業績不振の主要因である。この業績不振は、英国のEU離脱国民投票によって増幅された、なぜならこれが成長についての不確実性に拍車をかけるからだ。しかし、当社は過度に悲観的でもない。2016年の銀行の状況は、2008年または2011年の銀行の状況とは共通点がない。今の銀行が非常に高額な資本調達しているだけでなく、ECBの危機に対するシステムは、銀行監視とストレス・テストと共に十分定着している。また、ECBの流動性アクセス・ファシリティが、特定のリスクやシステム・リスクを2年以上低下させている。しかし、銀行の不振と、長期金利がマイナスになったことには密接な関係があることは簡単にわかる。そこから生じた疑問は、銀行は金利がマイナスに維持されることにどれだけ持ちこたえるかということだ。当社は銀行が崩壊するとは思っていない。しかし、デジタル化の問題で更に増加した収益性への継続的な圧力は、かれらの債務を削減し、信用についても保守的姿勢を維持している。それにもかかわらず、過去数週間—特にドナルド・トランプ選出されてから—固定利付債券市場はプラス圏に戻っている。そしてイーロドカーブがスティープ化していることも銀行の収益性には明確な利点であることを留意すべきだ。要するに、状況は大幅に改善されている。

市場への影響 脆弱性を起す原因の中でも、銀行と銀行システムを区別することが出来ないことが最大の懸念材料であることは間違いない。銀行に関する噂や困難はストレスの波を生み、スプレッドを拡大し銀行証券が急落させる。もしある銀行が破綻すれば、金融の安定性や欧州諸国経済に対してどのような意味を持つかについては、詳細に説明する必要はないだろう。

[リスク#14] 地政学的リスクが増大する

[確率] 70%

分析 地政学的には、市場は今難しい状況に置かれている。シリア、「イスラム国」、テロによる攻撃、および移民の流入、そしてトルコの状況は、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。米国はドナルド・トランプの勝利、反移民政策とメキシコ国境での壁の建設などで、この問題の議論に参入した。この状況は、米国と中国間での言葉による闘争と緊張によって増大されている。継続中のこれらの問題や紛争が迅速に解決されることを期待しないことだ。ポートフォリオに恒久的に地政学的リスクを組み込むこと（系統的マクロヘッジ戦略を提供すること）は今、意味あることだ。

市場への影響 緊張とボラティリティは定期的に上昇するに違いない。現時点では地政学的リスクは明らかに特定されている。米国の新たな外交の影響を含む他の政治的リスクの規模を現段階で評価することは困難だ。この要因の組合せは成長見通しや金融市場に影響を与えるか？現時点では確かではないが、その可能性は非常に高い。

[リスク#15] 政治的リスクが増大する（予定されている選挙戦、ポピュリズム、など）

[確率] 70%

分析 政治的には、市場は今難しい状況で稼働している。2017年には多くの選挙が行われるが、そのいくつかは特に重要な選挙だ：2017年3月のオランダの総選挙、フランスの大統領選挙（2017年4月23日と5月7日）と議会選挙（2017年6月11日と18日）、そして2017年の秋には、ドイツでの総選挙が予定されている。興味深く/懸念されるのは、過激派政党（欧州中核国における右翼政党、欧州周辺国における左翼政党）とポピュリズムの台頭だ。これは保護主義、反移民、公的赤字賛成問題を反映している。幾つかの政党はこれらの主張に必然的に引き込まれている。貧富の差の拡大と税負担に対して敏感となっている有権者を喜ばせる必要があるからだ。歴史的に見ると、そのような政策（特に保護主義）は通+常、非常に脆弱（又はゼロ）な成長と高インフレの状況を作り出す。経済停滞と大きな財政赤字の局面は、必ず不況そして政治・金融上不安定な期間を作り出す。欧州はまた、フランスやイタリアなどにおける住民投票の可能性にも直面している。当社では、フランスやドイツでのポピュリスト政党が政権を取るとは思っていないが（イタリアについては上記「リスク要因#2」を参照）、独仏共同体制が強化されることを期待している。

市場への影響 現在の政治リスクが明確に識別されているが、欧州の主要選挙の見通しは、ボラティリティを高め、EUの将来のガバナンスとリーダーシップに関しての疑問を投げかける。しかし、これが経済成長予測や金融市場に影響を与えるのか？答えはイエスだ。ECBのQEプログラムは、フランスやイタリア国債など特定の欧州の債務に対する執拗なリスク・プレミアムを阻止することはできない。

[リスク#16] フランスの選挙がユーロ圏への懸念を復活させる

[確率] 65%

分析 今後数か月間で、フランスの大統領選挙（4月23日と5月7日）と議会選挙（6月11日と6月18日）の重要性が目立つことは間違いない。ここで明確にしておきたいのは、欧州（オランダ、イタリア、フランス、ドイツにおける）選挙は、欧州統合の耐久性への挑戦だということだ。当社では、フランスのEU離脱（Frexit）シナリオに信憑性を与えるであろう国民戦線（マリーヌ・ル・ペン）に賭けているわけではない。ル・ペンはEUの改革やEU離脱を主要政策として掲げている。もしフランスがECBの経済政策、移民政策などに関するポジションを6か月以内に変更出来なければ、彼女は約束通りEU離脱への国民投票を実施するだ

2017年03月

リスク要因

ろう。フランスのEU離脱（F r e x i t）へのリスクはEU（特にEMU）に引き続き影響を与えることには間違いない：これはユーロ圏の脆弱性、ドイツに対する周辺国（フランスを含む）のソブリン・スプレッドの拡大などに現れる。当社ではこのシナリオを信じていない。その代わりに、化独共同体制が強化される可能性に期待している。そうなる前に、融市場は次の3つの重要な状況に直面する。

-まず、大統領選挙の第1ラウンドで極右政党が首位になる可能性を受け入れることだ。本項執筆時点での最新の世論調査によると、マリーヌ・ル・ペン、エマニュエル・マクロン（中道左派の「エン・マルシェ」運動）、フランソワ・フィヨン（保守右派）、ブノワ・ハモン（社会党）、ジャン＝リュック・メランション（左派）を抜いている。それぞれの支持率は、27%、24%、20%、14%、13%となっている。

-次に、ボイス・レポートと現在の世論調査によれば、大統領選挙の第2ラウンドでマリーヌ・ル・ペンが敗れるのを目の当りにするだろう。右翼政党が左翼政党のために撤退すること又はその逆は可能性が低いため、フランスの有権者は今まで、全国、地域、自治体などのほとんどの選挙で極右翼候補者を排除してきた。

-最後に、新大統領（最新の世論調査によればE. マクロンかF. フィヨンの可能性が高い）は、議会選挙でも過半数を得る必要がある。これが安定した政権を保持する唯一の方法である。この2人は明らかに欧州連合賛成の候補者である。当選すれば、強い仏独共同体制を構築する兆しが見え、構造改革を実行する実力もある。F. フィヨンは大政党と右翼政党の支援があるが、E. マクロンにはそれがなく、多くの社会主義の有権者は彼を「反体制派」と見ている。E. マクロンが勝利すれば（世論調査では支持率が上昇している）、単一政党の支持がない大統領が誕生し政局は混乱するだろう。

市場への影響 フランスの選挙は、現在のトレンドの象徴とみなされるため金融市場にとっては主要リスクを表す：それらはEMUの中核国における極右政党の台頭、既存支配層への拒絶の高まり、保護主義の誘惑、欧州および/または欧州機関への敵意などだ。反欧州、または欧州改革や、EUが失敗した時にEU離脱を望む候補者（マリーヌ・ル・ペン、またはジャン＝リュック・メランション）が選ばれることは、英国の欧州離脱と米国のトランプ勝利の流れの継続となるだろう。英国と米国の選挙は1つのラウンドしかないが、フランスの選挙はそうでないことを留意すべきだ。当社が「国民戦線」の候補者が選出されることはない考えているのは、それが理由だ。それでも、当社はリスク・プレミアム（ドイツ、ボラティリティ、CDSなどに対するスプレッド）が劣化し高止まりするのは正当性があると見ている。フランスの選挙はユーロ圏への不安を復活させるが、これらの懸念は誇張されている。選挙後には、ソブリン・スプレッドやCDSが改善されることに期待すべきだ。

[リスク#17] 欧州の債券利回り上昇が維持される

[確率] 10%

分析 金融危機以来、長期金利は低下し続けただけでなく、マイナスとなった主要短期金利に導かれてマイナス圏に突入した（欧州と特に日本で）。そして格付けの高い社債にも同様に影響した。この超低く又はマイナスの利回りの環境で高利回り債を探すなら、次の3つのスプレッドが選好される：新興国債、民間債務とハイイールド債である。債券利回り上昇のリスクは、ユーロ圏ではなく米国から来る。米国の長期金利の上昇は、主に5つの原因が考えられる：(i) 成長見通しの大幅な改善、(ii) より強硬な引締め政策、(iii) QEが「本当に」終了すること（満期国債の借換えをしない）、(iv) インフレの復活、または/および(v) 財政・税制政策の大きな転換である。これらのリスク要因の全て（おそらく3つ目を除く）が米国で上昇している。これが米国または欧州の財政および税制についての現在の議論が、金利に関して重要である理由だ。米国に関しては、当社は新たな成長サイクルではなく、現在の成長サイクル（過去数四半期を通じて失速している）の延長を予測している。従って、米国の長期金利が長期にわたり上昇することを期待するのは時期尚早で過剰と見る。欧州に関してはもっと時期尚早で過剰であると言える。それでも、米国の新政権の政策の影響を過小評価してはならない。それは高金利を呼びかけているからだ。経済成長、インフレ、金融政策のサイクルに関しては、ECBのQEプログラムが予算・財政政策を通じて、経済のエンジンを再開する力を削減をしているため、欧州市場は実質的に米国での金利上昇から保護されている。しかし、政治的な不確実性を反映してリスク・プレミアムは上昇している。（ドイツのような）中核国と周辺国、そして（フランスなど）仲介国との区別が不可欠である。

市場への影響 明らかな要因である政治的不確実性を別にしても、欧州で債券利回りが大幅に上昇することへのリスクは低い。しかし米国に関しては注意が必要だ：企業の再レバレッジが増えたこと（過去最高）で、長期金利の上昇に対してより敏感になっているからだ。これは成長を弱め将来の債券利回りを低下させる。また、長期金利の上昇は、金融政策とFRBの金利上げの可能性の障害となることにも注意すべきである。これが、米国債券利回りの持続的かつ十分な上昇を疑うもう一つの理由である。

2017年03月

| マクロ経済状況 | | |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 南北アメリカ | | リスク要因 |
| 米国 | <p>政治的な主要不確実性を背景に、成長サイクルが延長する</p> <ul style="list-style-type: none"> > 2016年の後半にリバウンドについで、2017年Q1は非常に良好なビジネス環境を示している（特にISM製造業指数）。雇用創出は着実なペースで進み、賃金は緩やかな上昇傾向にある。今のところ、コア・インフレ（エネルギーと食品を除く）はコントロールされている。 > 高い期待にもかかわらず、ドナルド・トランプが提唱する経済政策のどれが実現するのかを正確に予測することは困難だ。多くの政策について、議会が承認するかどうかは保証の限りではない。 > 少なくとも減税と規制緩和については、いくらかのコンセンサスが得られる可能性が高い（特に財務、環境、ヘルスケア）。これらが経済に与える刺激は2017年よりも2018年により明確になるだろう。保護政策の性質と規模に関しては、不確実性が非常に高い。 | <ul style="list-style-type: none"> > 新政権の判断を取り巻く大きな不確実性 > 潜在的な成長は、今後しばらくは妨げられる可能性（「長期的な停滞」）がある > 企業マージンの衰え |
| ブラジル | <ul style="list-style-type: none"> > マクロ経済データの面では、GDPは前年同期比でQ4に-2.5%（Q3は-2.9%）であった。GDPが低下した2つの要因は、投資（前年同期比-5.4%）と個人消費（前年同期比-2.9%）。ブラジルは2016年に-3.4%と更なる景気後退を記録した。 > インフレが大幅に鈍化し、景気指標が脆弱になっていることから、BCBは緩和的金融政策のサイクルを開始した。 | <ul style="list-style-type: none"> > ブラジル・レアルの急騰 > 財政政策の緩和 |
| 欧州 | | |
| ユーロ圏 | <p>一時的要因と政治的リスクを受け、回復がわずかに減速</p> <ul style="list-style-type: none"> > 2016年Q4の堅調な業績（GDPがQ3から0.4%増）を受けて、2017年始めの経済指標は予想を上回り、数年来見られないレベルに達した。しかし、米国よりも遅れている欧州の景気サイクルは、インフレ圧力がかかるまでにはなっていない。現在のところ、コアインフレは1%をわずかに下回る程度で安定している。 > 継続的な回復へのリスクは政治的な不確実性にある。中でもフランスの選挙（4～6月の間に大統領および議会選挙）とイタリアンの不安定な状態は、両国の欧州懐疑主義の台頭と共に大きな懸念となっている。今後数か月に起こる英国のEU離脱を取り巻く問題も悪影響を及ぼすだろう。 | <ul style="list-style-type: none"> > 政治的リスク（目白押しの選挙一反体制派政党の台頭、英国のEU離脱） > 新興国の経済および/または財政への困難さの波及 > 地政学的リスクの上昇 |
| 英国 | <p>経済状況は予想以上に好調を維持している。しかし、2017年には政治的な不確実性が要因となる。</p> <ul style="list-style-type: none"> > EUとの将来の経済関係が見通せないことが、最終的には経済に悪影響を及ぼす。しかし、今のところビジネス指標はポジティブだ。 > 民間投資（企業、不動産）と個人消費は、英ポンドの下落に伴うインフレと将来を取り巻く環境の不確実性から影響を受けるだろう。注目すべき出来事としては、2016年～2017年の成長が予想を上回ったため、政府が収税の余剰金を支出しないという決定をしたことだ。（過去2年と比べて）適度に拡張的な財政政策は2017年～2018年に採用される。そして政府は、必要であればその政策を緩和する余地がある。 | <ul style="list-style-type: none"> > 英国のEU離脱に関連する不確実性への衝撃 > 財務および国際収支の赤字はまだ非常に高い |
| アジア | | |
| 中国 | <p>中国：2017年には世界経済と通貨への中国の安定化の影響があるが、それは2018年にも続く</p> <ul style="list-style-type: none"> > 当社は中国経済の安定化は2017年を通して続き、2018年に継続されると見ている。 > 中国の経済的安定化はボトムアップとトップダウンの両方から来ている。民間投資や公共支出の両方が拡張的サイクルにあり、市場の予測をはるかに上回ることが証明されている。 > 予想よりも長期にわたる中国経済の安定化（2016年～2018年）は、世界経済回復に寄与し、グローバルな景気循環セクター、コモディティ、や新興市場に明らかに良い影響を与えている。 | <ul style="list-style-type: none"> > 2017年には世界的な経済と通貨の安定化へ寄与するが、それは2018年にも継続する > 2016年～2018年にかけての中国経済の安定化が世界の循環を形づくっている |
| インド | <p>インド：廃貨にも関わらず、2017年におけるアジアの成長の着実な原動力</p> <ul style="list-style-type: none"> > 裁量的歳出、自動車販売と冬作物の種まきの減速が、予想されたほど深刻ではなかった。それは建設部門でより顕著に見られた。 > 当社のベース・ライン・シナリオは、2017年には長期にわたり適度のインフレが続く。廃貨は成長とインフレに一時的な影響を与えるだけだと見ている。 > 物品サービス税（GST）を取り巻く論争は整理されておりインドは2017年7月にGSTを実施する可能性が高い。 | <ul style="list-style-type: none"> > 廃貨後、インドの成長は安定的に推移するだろう > 長期にわたる適度なインフレ |
| 日本 | <p>回復は潜在的成長を上回るレベルで継続している。</p> <ul style="list-style-type: none"> > 2017年の初めには内需（投資）に加速の兆しが見えた。失業率は20年来で最低となっている。賃金（パートタイム）は上昇しており、利益は改善している。経済刺激策と企業収益に対する減税が、主なサポート要因である。対外的には、中国の安定化が良い影響を与えている。 | <ul style="list-style-type: none"> > 中国の景気減速へのエクスポージャー > マイナス金利政策 |

2017年03月

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:設備投資は2016年の第4四半期に回復した。成長は引き続き内需にけん引されている。しかし、賃金の伸びは控えめなままであり、コア・インフレはFRBの目標を下回ったままだ。米国の予算と貿易政策の不確実性は変わらない。ホワイトハウスは、5月初めに本格的な予算を議会に提出することを発表した。マクロ経済の観点ではバイアスは上向きだ(成長、インフレについて)。しかし、新政権による政策のいくつかは、中・長期的に悪影響(インフレ、保護主義)を及ぼすか、予想より早くサイクルの転換を引き起こすだろう。

日本:投資は2016年の3つの四半期のトレンドを覆してQ4に回復した。昨年末に発表されたデータによれば、今年第1四半期も経済の改善は続くと思われる。財政政策は、引き続き成長の主要なけん引役となる。当面の間、10年物金利をゼロに維持する日銀の政策は緩和的な金融条件が続くことを可能にしている。

ユーロ圏:回復は堅固となっている。市場心理は2011年以来最も強いレベルにある。これは金利が上昇しても緩和的な金融政策が継続しているため、Q1には経済が向上したことを意味する。しかし、一時的な原因((ユーロ安と石油価格の下落)が失速を招き、選挙に関連した政治的リスク(オランダ、フランス、ドイツ、イタリア)が地域を脆弱にしている。引き続き注意が必要だ。

ブラジル:第4四半期のGDPは前年同期比で-2.5%(第3半期は-2.9%)。ブラジルの経済は2016年に再び大きな不況(-3.4%)に見舞われた。2017年に持ち越される成長は、実質的にマイナス(-1.1%)のままだ。当社は2017年は0.5%の不況を予測する。

ロシア:Q3のGDP(前年同期比-0.4%)は、Q2(前年同期比-0.6%)よりも縮小率が下がった。Q4には小売セクターが引き続き低迷している。しかし、工業生産とのPMIは改善している。当社は2017年に危機から脱出すると言うシナリオを維持し1%の成長を予測している。

| 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 | 2.6 | 1.6 | 2.0 | 0.1 | 1.3 | 2.5 |
| 日本 | 1.3 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | -0.3 | 0.7 |
| ユーロ圏 | 2.0 | 1.7 | 1.5 | 0.0 | 0.2 | 1.4 |
| ドイツ | 1.5 | 1.9 | 1.6 | 0.1 | 0.4 | 1.5 |
| フランス | 1.3 | 1.1 | 1.3 | 0.1 | 0.3 | 1.2 |
| イタリア | 0.8 | 0.9 | 1.1 | 0.1 | -0.1 | 1.1 |
| スペイン | 3.2 | 3.2 | 2.0 | -0.5 | -0.3 | 1.3 |
| 英国 | 2.2 | 2.0 | 1.0 | 0.1 | 0.7 | 2.5 |
| ブラジル | -3.8 | -2.5 | -0.5 | 9.0 | 8.0 | 6.0 |
| ロシア | -3.7 | -0.7 | 1.0 | 15.5 | 7.6 | 5.5 |
| インド | 7.6 | 7.5 | 7.6 | 5.2 | 5.4 | 5.2 |
| インドネシア | 4.8 | 5.0 | 5.2 | 6.4 | 4.5 | 4.5 |
| 中国 | 6.9 | 6.7 | 6.4 | 1.4 | 1.2 | 1.5 |
| トルコ | 4.0 | 1.5 | 2.2 | 7.7 | 8.0 | 7.8 |
| 先進国 | 2.1 | 1.6 | 1.7 | 0.2 | 0.8 | 1.9 |
| 新興諸国 | 4.2 | 4.1 | 4.4 | 4.0 | 4.0 | 3.9 |
| 世界 | 3.3 | 3.0 | 3.2 | 2.4 | 2.6 | 3.0 |

出典:アムンディ・リサーチ

主要政策金利の見通し

FRB: FRBはFF金利の誘導目標を0.50%-0.75%に引き上げた。インフレ期待が上がったことは形勢を一変させた。FRBは2017年に2回金利を引上げるはずだ。バランスシートの正規化が市場のテーマになる可能性がある。

ECB: ECBはQEを縮小ペース(€600億/月)で2017年12月まで拡張した。短期的には変更があるかもしれないが、政策理事会内の相異が次第に明らかになるだろう。

日銀: 日銀はイールド・カーブ・コントロール(YCC)政策に固執し金利目標を変更すべきではない。

英中銀: 英中銀は静観モードになっている。英国のEU離脱交渉の進展は英中銀政策にとっては極めて重要だ。

| | 09/03/2017 | 当社予想 6カ月先 | コンセンサス Q2 2017 | 当社予想 12カ月先 | コンセンサス Q4 2017 |
|------|------------|--------------|-------------------|---------------|-------------------|
| 米国 | 0.75 | 1.25 | 1.10 | 1.50 | 1.40 |
| ユーロ圏 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 日本 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 |
| 英国 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 |

長金利の見通し

米国: 長金利は今後数ヶ月間わずかに上昇する。とは言え、インフレの損益分岐率は「正常」レベルと大きな差はない。

ユーロ圏:インフレ損益分岐率が上昇する十分な余地がある。ECBは今後数年間で、金利政策を正常化するという期待が復活したため、カーブのショートエンドは一年を通じてスティープとなるだろう。

英国: 活動指標が悪化していることで、英国の利回りに下方圧力がかかる。

日本:日銀が長期利回りカーブをコントロールしている。そして、日銀はおそらく短期債利回りの低下を支持している。

| 2年物 債券利回り | | | | | |
|-----------|------------|--------------|------------|---------------|-------------|
| | 09/03/2017 | 当社予想 6カ月先 | 先渡 6カ月先 | 当社予想 12カ月先 | 先渡 12カ月先 |
| 米国 | 1.36 | 1.60/1.80 | 1.72 | 1.80/2.00 | 1.98 |
| ドイツ | -0.83 | -0.80/-0.60 | -0.74 | -0.80/-0.60 | -0.64 |
| 日本 | -0.26 | -0.40/-0.20 | -0.19 | -0.40/-0.20 | -0.11 |
| 英国 | 0.09 | 0.00/0.20 | 0.10 | 0.00/0.20 | 0.23 |

| 10年物 債券利回り | | | | | |
|------------|------------|--------------|------------|---------------|-------------|
| | 09/03/2017 | 当社予想 6カ月先 | 先渡 6カ月先 | 当社予想 12カ月先 | 先渡 12カ月先 |
| 米国 | 2.56 | 2.60/2.80 | 2.71 | 2.40/2.60 | 2.84 |
| ドイツ | 0.38 | 0.40/0.60 | 0.52 | 0.60/0.80 | 0.65 |
| 日本 | 0.10 | 0 | 0.16 | 0 | 0.22 |
| 英国 | 1.21 | 1.40/1.60 | 1.31 | 1.40/1.60 | 1.43 |

通貨の見通し

ユーロ: ドイツの長期利回りの上昇とECB政策が変更される可能性についての噂で、ユーロは今年上昇すべきだが、政治的なハードルをいくつか超える必要がある。

米ドル:米ドルの方向性は、今のところ長金利の差によって決定されている。米国当局(FRBと新政権)は大幅なドル高に容認しないだろう。しかし、大規模な刺激策は米ドルを後押しするだろう。

日本円:円は再び過小評価されている。日銀のイールドカーブ制御政策、米国の利回りの上昇が円安を誘発している。

英ポンド:当社は英ポンドにはネガティブなバイアスを維持している。英ポンドは穏やかな経済の悪化から打撃を受けるだろう。

| | 09/03/2017 | 当社予想 6カ月先 | コンセンサス Q1 2017 | 当社予想 12カ月先 | コンセンサス Q3 2017 |
|---------|------------|--------------|-------------------|---------------|-------------------|
| EUR/USD | 1.06 | 1.05 | 1.04 | 1.10 | 1.05 |
| USD/JPY | 115 | 115.00 | 117.00 | 115.00 | 117.00 |
| EUR/GBP | 0.87 | 0.90 | 0.86 | 0.90 | 0.85 |
| EUR/CHF | 1.07 | 1.05 | 1.07 | 1.00 | 1.07 |
| EUR/NOK | 9.06 | 8.70 | 8.82 | 8.50 | 8.64 |
| EUR/SEK | 9.56 | 9.20 | 9.44 | 9.00 | 9.19 |
| USD/CAD | 1.35 | 1.40 | 1.35 | 1.45 | 1.35 |
| AUD/USD | 0.75 | 0.75 | 0.74 | 0.70 | 0.73 |
| NZD/USD | 0.69 | 0.70 | 0.70 | 0.67 | 0.69 |