

## 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

当社は金融市場が、欧州選挙のリスクを過大評価し、英国のEU離脱についての恐れを過小評価し、トランプ大統領の経済政策に過大な期待を寄せる傾向があることを繰り返し述べてきた。このテーマは、当社の資産配分の選択とマクロヘッジ戦略を強く誘導したとすることもできる。結果は、次のようなものだった。

### フランスの選挙が与える安心感

ネガティブなシナリオが「予測」されない環境だったにも関わらず、市場の安著感は大きなものだった。これは、選挙前の相対的な冷静さ、またはフランスをアンダーウェイトする動き、または「成行きを見守る」姿勢を証明するようだった。マリーヌ・ルペンの闘いを導き、フランソワ・フィヨンに失望させ、ジャン＝リュック・メランションが台頭し最終的にルペンとメランションが第2ラウンドに進むのでは、という恐ろしいシナリオにも関わらず、敵対的なスタンスは全く見られなかった。全体的に見て、フランスおよび欧州市場への影響は限定的だった。しかし、極端なリスク（ルペンとメランションの第2ラウンドおよびルペンが第1ラウンドで1位となる）が排除されたこと、そして欧州のシステミックなリスク（要約するとフランスのEU離脱）が排除されたことを含むいくつかの点で、選挙の第1ラウンドは永続的な傾向をもたらした。スペイン、イタリア、オーストリア、オランダのように、フランスで権力を持つポピュリストの党はないであろう。困難なのは、マクロンが選出されれば、次の議会選挙（6月11日と18日）で、彼の政党が過半数を獲得するか、左右の政党との連立政権を構成する必要があることだ。この選挙に懸かっているものは大きく、最終的な答えは6月中旬まで待つ必要がある。

今のところ、特に欧州での極端なリスクが消滅したため、フランスのファンダメンタルズへの復帰が必要であり、次のような現実を強調することができる：

- 改善されつつある経済状況、
- 再び開始される投資、
- EMU諸国で最も優れた銀行部門の1つ、
- 中小企業への融資の大幅な拡大、
- 景気先行指標の上昇、
- 利益予測の改善、
- 新興国通貨が年初来大幅に上昇したことを受けて、ユーロは実質的に下落した、
- 低金利環境、
- 債務の激減によって（低金利）予算を操作する余裕が生まれた

### トランプへの失望..そして、それは今後も続くだろう

トランプはいまだにスピーチやコメントで強い政策を訴えているが、その「改革」を実行する能力はかなり限られている。オバマケアの撤廃に失敗してからというもの、誰もが税制改革を心待ちにしていた。議会が立場を崩さないため、時間がかかっていたが、それでもトランプは数日前、1980年代（ロナルド・レーガン）以来の最大の減税策を発表した。減税は将来の歳入で賄うと宣伝されているが、それでも議会の承認が必要である。しかし、それは容易なことではない。トランプとその政権は、減税は歳入で賄われる（減税による成長が財政を悪化させない）と考えているが、経済的にはそうはならない。そして議会にとっては、拡大政策は後からの資金調達では

“  
極端なリスクは無くなった”

“  
ファンダメンタルズに戻る...  
それは良いニュースだ”

May 2017

なく、同時期の資金調達（例えば、支出の削減）で賄われなければならない。トランプの説明は、レーガンのそれに近いが、近年使えるものではない。赤字と債務に関して、レーガンの出発点は、トランプの出発点とは全く異なるからだ。彼の主要政策は最も豊かなビジネスと所得に利益をもたらすが、多くの議員の支持は得られておらず、彼らは既に反対を表明している。

- **法人税**：35%（OECD諸国の中で最も高率）から15%へ削減。様々な控除や特権を考慮すると、35%が完全に適用されることはほとんどないことに注意すべきだ。それでもこれは重要な政策だ。
- **所得税**：税率区分を7区分から3区分に減らす（最高で10%～35%）、最大税率を39.6%から35%（47万ドル以上の所得に適用）にまで削減し、オバマケアの資金源となっている3.8%の税金（25万ドル以上の所得に適用）を廃止し、簡素化するため実質的にすべての税額控除を廃止する。
- **相続税**：特定の閾値を上回った場合の富の譲渡への課税は低くなる。

トランプ減税の3つのキーワード：

- **企業の競争力の向上** より効果的な税制を通じて。
- **米国への利益の回帰を促進する**、投資計画それに伴う雇用の回復。
- **簡素化を促進する**全米国民に対して。

当社はその原則を支持するが、最も恵まれない世帯への援助が改革の中心ではなと見ている。この改革案が、そのまま議会で選択されるかどうかについては、当社は、間違いなく疑問を呈する。もちろん、リスクは成長の「見直し」に大きな失望をもたらすことであるが、その犠牲者はすでに過大評価されているとみなされる米国の株式市場である。

### 英国のEU離脱の実行は、英国にとって困難なタスクとなる。

欧州27カ国（英国を除く）の指導者たちが、最近、英国のEU離脱についての今後の交渉の主要原則を全会一致で採択した。過去の内部分裂を考えると驚くかもしれないが、4月29日の英国のEU離脱についての特別な首脳会議では連合の団結を示した。この方針は満場一致で採択された。EU27カ国による英国のEU離脱に関する堅実かつ公正な任務は、欧州理事会議長D.トゥスクによれば準備万全である。「我々は準備万端であり団結している」と欧州連合（EU）の交渉担当者、ミシェル・バーニエは言う。彼は重要な問題に「大きな進歩」がない限り、貿易交渉は行わないと述べた。

### 英国のEU離脱に関する主な原則

EU27カ国の声明によると、最も重要な原則は次のとおりである：

**英国の離脱は商業交渉の開始前に実行する。**EU27カ国は、貿易協定の交渉を開始する前に離脱を完了したい意向だ。この2つの問題を2年以内に解決することは不可能だ。（商業的な契約は平均で7～10年はかかる）。英国は、2つの問題が並行して解決されることを望んでいるだろうが、そうは行かないだろう。

**「将来の関係」は、「離脱」合意に「十分な進歩」がある場合のみ交渉される。**ルクセンブルグ首相のグザヴィエ・ベッテルは、「英国はもはやEUの家族ではないが、彼らは隣人であり、それを尊重しなければならない」と述べた。

**「アラカルト」特権はない。**英国はEUへの義務を免れたのであるから、EU加盟国と同じ権利と利益を得ることはできない。

**混乱を避ける。**EUは「不確実性」と「混乱」を避けるために、英国の「秩序ある離脱」を望んでいる。EU27カ国は、英国が「親密なパートナー」であり続けることを望んでいる。

**市民の権利。**EU27カ国は、英国に住む300万人のEU市民とEUに住む100万人の英国人の、居住権、学位や免許の認定、雇用の権利、年金の権利、社会的保護の権利などを解決する考えだ。

“

基本的な政策は最も豊かな  
ビジネスと所得に利益をもたら  
すが、多くの議員の支持は得ら  
れていない”

“

トランプレーション：失望の  
可能性に注意”

“

我々の準備は整った  
我々は団結している”

May 2017

**離脱に関する支払い。**英国は全ての財政的約束(様々な欧州プログラムと基金への参加、予算への貢献...)を支払う必要がある。EUは、英国の支払額が合計で約600億ユーロと見積っている。この問題には注意が必要だ。

**北アイルランド。**アイルランド政府の要請を受けて、EUの他の26か国は、英国のEU離脱が完了した時点で、1998年のアイルランド和平合意を遵守する場合のみ、北アイルランドを自動的にEUに加盟させると言う案を受け入れた。

**ジブラルタル。**英国とスペインの間の紛争を解決することも、EUの優先事項だ。この領土は1713年以来英国の占領下にあるが、度々スペイン政府が領有権を主張している。EU27カ国はすでに、EUと英国の将来の関係は、スペイン政府と英国政府の間で合意がなければ、ジブラルタルには適用されないことを確認している。

ブリュッセルに到着したとき、フランソワ・オランドは「英国は必ずこのコストを払うことになるだろう」と英国政権に警告していた。「欧州は独自の利益を守る」

ヴォルフガング・ショイブレは、英国はEU離脱の交渉が完了すれば、EUとの分離から恩恵を受けることはないだろう述べている。「タダ乗りはない。英国人には分かっているはずだ」とショイブレは述べた。「我々は英国を弱体化させたくはない。しかし、他の欧州地域を弱体化することも望んでいない。英国はEUを去った後、他国が持たない恩恵を受けるべきではない。一方、アンジェラ・メルケルは、英国人は「妄想をいなく」べきではないと述べた。

#### 次のステップは？

- **2017年5月22日:**分離指令がEU27カ国で採択される。
- **6月8日:**テリーザ・メイ首相が、支持を固めるために実施を決めた英国の総選挙
- **6月9日:**EUは英国との交渉を開始する意向。

#### 英国のEU離脱：英国人はEU離脱に賛成した投票を後悔するか？

今年4月27日、英国の日刊新聞「タイムズ」紙は、昨年6月23日のEU離脱賛成投票について、大多数の英国人が後悔しているという最初の世論調査(YouGov調査)を発表した。世論調査の質問は、「英国はEU離脱に賛成したことは正しかったか、間違っていたか」というもので、回答者の45%が、EU離脱投票を「残念に思っている」と答え、43%は「賛成している」、12%は「わからない」と答えた。この問題に関する食い違いの大きさを反映して、この調査によれば、EU離脱に賛成投票を投じた有権者の85%が投票に満足しており、EU賛成派の89%が国民投票がEU離脱という結果になるべきではなかったと思っている。

#### 過去1ヶ月間は何を残したか？

フランスの選挙とトランプの財政政策が、ここ数週間で最も重要な出来事だったが、他の重要事項に引き付けられた。

- 「グローバル・リフレ」のシナリオが引き続き支配的：国際機関を含む多くの機関がGDP成長予測を修正している。
- **世界貿易は回復している**（特にアジアでは）：金融危機以来、さらには2011年以降、世界貿易はもはや世界の成長エンジンではなくなっているが、アジアを含む一部の地域では依然として貿易からの恩恵を受けている。
- **ユーロ圏の成長率は上方修正されたが、これは特に信用と投資の改善によるものだ。**ユーロ圏のPMIは過去7年間で最高となり、現在、期待を上回るGDP成長率と一致している。これは全て利益や株式市場にとって魅力的な見通しであるが、金利が低いからなおさらである：インフレは抑制されており、フランスのEU離脱へのリスク・プレミアム、欧州選挙に関連するシステムック・リスク、トランプの成長を後押しをする能力への疑念を排除した。

“英国を弱体化させたくはない  
しかし、他の欧州地域を弱体化  
することも望んでいない”

“世界貿易はもはや世界の成長エンジンではない、しかしアジアを含む一部の地域は貿易から恩恵を受けている”

May 2017

- **インフレ**は引き続き抑制されている。これは、やや上昇傾向にあるとはいえ、ユーロ圏と米国の両方で言えることだ。
- **中国の成長**で、投資は再び成長エンジンになると見ているが、民間債務がいまだ増加している（本号の記事3を参照）。
- **新興国の経済指標**は、おそらく過去5年間で最も堅固になっている。
- **英国**：EU離脱に関連する混乱は（まだ）見えないが、成長は減速している。当初の予想は上回っているものの、特に消費者側にネガティブな兆候が浮上している。結果、英中銀は金融引き締めをするには程遠い。

#### 今後、どこに注意すべきか？

フランス経済のファンダメンタルズに戻ることで、国際環境を忘れてはならない。

- **米国経済**の成功への失望は欧州や新興国などの市場には利点となる。
- **FRB**は、より顕著な引締めペースを開始したが、これは成長率とトランプ政権の財政と税制政策に依存する：トランプの戦略の余地が少なければ少ないほど、FRBが金利引き上げをする余地は少なくなる。
- 「**トランプフレーション**」への失望の可能性：税制と財政政策の実施は遅れている。議会と政権が合意形成に苦労していることの表れだ。最近トランプ政権が発表した政策は、議会が承認する必要があるが、年末までに承認される可能性は小さい。
- **ECB**は、フランスの選挙に関連した動きに対抗する必要はなくなった。これは良い兆候だ。ECBは超低金利と寛大な資産購入プログラム（ユーロ圏の正味発行量の2倍以上を購入している）を維持しているが、このプログラムの耐久性に関する議論が今年中に再開されるだろう。

#### アムンディの資産配分には広範囲での変更はない。

- 当社の**欧州株式**に対する選好は維持されている：経済状況と利益の見通しは上向いている。新興通貨に対するユーロの下落は、将来の利益に有利だ。フランスのリスク（選挙）と欧州へのシステミック・リスク（フランスのEU離脱）が無くなったことで、ユーロ圏への関心が回復する。
- 長期の**欧州債券**は、当然経済活動指数（欧州を含み現時点では良好）やインフレ（多少上昇傾向にあるが、コアインフレは1%を下回っている）に依存している。これらはまたトランプ政権の政策（特に財政と税制）と米国の金融政策（より調整的）にも依存している。全体的に、ロングにしない方が合理的と見る。ユーロ圏の**長期金利上昇に賭けるべきではないが、強い下落も期待できない**。
- 当社では **ソブリン債**に対して**株式をオーバーウェイト**している。それは特に欧州における均衡率が他域に比べて低いことが理由だ。
- 当社は今でも（ソブリン債に対して）**社債をオーバーウェイト**している。
- **現在の環境では、ユーロ圏周辺国と準中核国**（主にフランスとオランダ）の債務へのリスクは維持。
- **米国債市場は改善すると見ている**。FRBは引続き金利を引き上げるだろう。債券利回りの水準は現在「その範囲の」最低レベルにある。米国のソブリン債は特にこれらが提供するキャリー面で注目すべきだが、新興市場または欧州で困難に直面した時のマクロヘッジの質を提供する。今のところこれに対する関心は低い。
- 当社は徐々に**新興市場に戻っており、その姿勢を維持**している。なぜなら、これらの市場は中期的に多くの魅力があるからだ。魅力的なバリュエーション、しばしば過小評価されている通貨、ポートフォリオでかなりアンダーウェイトされていること、潜在的に高い資本流入...これら全てがこの資産に対するポジティブな姿勢を正当化する。

“期待の中心であるグローバルなリフレ：これが米国株式の（過剰）評価と金融政策の方向性の持続可能性を決定する”

“トランプフレーションとFRB... 重大な組み合わせ”

May 2017

- GBPに対しては非常に慎重である。当社が何度か指摘してきたように、英国のEU離脱は非対称なリスクであるため、自然かつ単純な（宣言または恐れによる）リスクはGBPにある。需要の脆弱さが誘発されたと当社は見ている。
- スウェーデンとノルウェーのクラウンのような通貨は興味深い：現段階では、非常に緩和的な金融政策のもと、大幅に過小評価されている。
- マクロヘッジ戦略は縮小された。グローバルな地政学的背景、米国といくつかの主要国（最前線は中国）との外交上の緊張、そして欧州における政治的背景は、幾つかの保護的な措置（米国債、ボラティリティ、株式市場のプット・オプション、米ドルキャッシュ、インフレ連動債）を正当化する。しかし、長期的なボラティリティ・ポジション、米ドルのロング、日本円のロング、そして米国債のロングなど、欧州のリスクに対するヘッジポジションを減らす。



GBPに対しては非常に慎重である。



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"> <li>• 米国株式と比較してユーロ圏の株式を選好</li> <li>• 欧州ではバリュー要素を織り込む</li> <li>• 新興市場内では：               <ul style="list-style-type: none"> <li>- オーバーウェイト：ペルー、ロシア、メキシコ</li> <li>- アンダーウェイト：台湾、ギリシャ、トルコ、南アフリカ、チリ</li> </ul> </li> <li>- ニュートラル：中国 インド、フィリピン、タイ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• リスク資産をややアンダーウェイト</li> <li>• 国債をアンダーウェイトするが、米国（ニュートラル）とEMU周辺国（オーバーウェイト）を除く</li> <li>• 欧州信用をオーバーウェイト</li> <li>• 米国信用をアンダーウェイト</li> <li>• ヨーロッパの金融債券（欧州ではベータが高いもの、米国ではベータが低いもの）をロング</li> <li>• デュレーション：グローバルにはニュートラルからショート。逆イールドセグメントへのショート・バイアス</li> <li>• 米国とユーロ建ての実質債券をロング</li> <li>• 新興国債務：               <ul style="list-style-type: none"> <li>- ハード通貨建ての債務を選好（米ドルをロング）</li> <li>- 地域債務はアンダーウェイトするが、上昇傾向にある</li> </ul> </li> <li>• ユーロと日本円に対して米ドルをロング</li> <li>• 新興国のコモディティのいくらかをロング</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 「バリュー」要因と欧州金融銘柄をロング</li> <li>• 日本株全体にポジティブ（円ヘッジ付き）</li> <li>• 新興国通貨、新興国債務（および新興国株式）のロング・ポジションを増やす</li> <li>• ハード通貨建ての新興国債務を大幅に選好</li> <li>• 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</li> <li>• 社債：HYとIGはポジティブ</li> <li>• USDはわずかにポジティブ</li> </ul>

## 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:その展望とそれに懸かっているもの

PHILIPPE ITHURBIDE、リサーチ、戦略、分析部グローバル総括

フランス大統領選の第2ラウンドは5月7日(日)に行われる。本号の印刷時点での世論調査によれば、エマニュエル・マクロン(「前進」運動の党首)が、マリーヌ・ルペン(「国民戦線」の党首)との戦いを制して勝者となる。しかし、マクロン陣営は選挙戦終盤でリードが縮まってきており、投票移転の世論調査のボラティリティも同様である。特に左翼政党(ブノワ・ハモンの社会党とJ=L・メランションの左派)を支持する有権者は、オランド大統領の政権で経済相を務めたマクロンへの支持から徐々に遠のいている。過去においては、右翼と左翼の議員は、国家、地方、地方自治体の選挙で、極右勢力を排除するため第2ラウンドで協力することに合意していた。「共和国戦線」(Frontrépublicain)と呼ばれるこの合意は、今回はニコラ・デュポン=エニャンが「国民戦線」の候補者と同盟を組むことで代替えされた。デュポン=エニャンは第1ラウンドで大統領候補(4.7%の票を獲得)であったが、マリーヌ・ルペンが第2ラウンドで大統領に選ばれれば、首相に就任することになる。

## I. 世論調査は、どう捉えているか?

第1ラウンドの翌日のElabe Instituteの調査では、第2ラウンドでのフランスの有権者の投票意図(BFMTVとL'Express)を分析した。

エマニュエル・マクロンは、マリーヌ・ルペンを60%対40%で破る(回答者のほぼ70%が確実に投票すると答えた)。年齢層では、2つの年齢層でマクロンがリードしている(18歳~24歳ではマクロンが64%、ルペンが21%、棄権、白票・無効票が15、そして64歳以上では、それぞれ59%、19%、22%であった)。35歳~49歳層では、ルペンはマクロンと同等の票を得る。

支持移転も示唆的だ。

第1ラウンドの翌日の世論調査では、フランソワ・フィヨンの支持者の49%がマクロンに、28%がルペンに、そして23%が誰にも投票しないと回答した。ジャン=リュック・メランションの支持者の53%がマクロンに、16%がルペンに、31%が誰にも投票しないと回答した。回答者の17%は回答しなかった。

投票の移転は決定的な役割を果たす。

1週間後の、「Les Echos」紙の世論調査では、特に左翼の有権者のボラティリティは明らかになっている。フランソワ・フィヨンの支持者がマクロンに投票する割合は安定している(月曜日44%、日曜日は43%)。しかし、投票しないと答えた人の割合は10ポイント増加した。これはルペンに不利になる。ルペンはこの層に対しては32%を保持する(1週間前は38%)。マクロンはジャン=リュック・メランションの支持者を失い8日間で55%から40%と低下した。45%(以前は23%)は、誰にも投票しないと答えた。ルペンに投票すると答えた人は、22%から15%に下落した。ブノワ・ハモンの支持者についても同じことが言える:エマニュエル・マクロンは15ポイントを失った(83%から68%)、選択しないと答えた人も15%増えた(14%から29%)。

世論調査ではマクロンへの支持が下がっていることが明らかだが、彼が第2ラウンドで勝利することは疑っていない。

調査によると、マリーヌ・ルペンがマクロンよりも多くの票を獲得した唯一の有権者層は、ニコラ・デュポン=エニャンの支持者だった。現在、37%はルペンに投票すると言ひ、32%がマクロンに投票すると答えている。これでは第1ラウ

## 要点

フランス大統領選の第2ラウンドは5月7日(日)に行われる。その結果について、全く早まった判断をすることなしに、全ての世論調査がE.マクロンが勝者になることを示していることは認める必要がある。

この記事の目的は、世論調査の状況、フランスの優先事項を提示し、2人の候補者の政策と主要論点を再提示することだ:マクロンにとっては議会選挙で自党が過半数を獲得すること、ルペンにとっても議会選挙で過半数を獲得すること、および欧州での彼女の地位を獲得することが重要だろう。当社の結論は明らかだ。エマニュエル・マクロンはフランス共和国大統領に選出され、彼が議会でも過半数を獲得する。言い換えれば、フランス特定のリスクは衰える。

“

世論調査ではE.マクロンがリードしている”

”

“

マクロンはルペンに60%対40%で勝利する”

”

“

マクロンはジャン=リュック・メランションとブノワ・ハモンの支持者からの支持が下がっている”

”

May 2017

ンドで足りなかった100万票を補うには不十分である。更に、メランションの支持者の票を集めることは、フィヨンの支持者の一部を失うことになる（またその逆もしかり）、どちらの陣営も相容れないからだ。おそらくこれが理由で、フランス人の75%はマクロンが第2ラウンドに勝つと考えている（マリヌ・ルペンが勝つと答えたのは21%）。56%が彼の勝利を望んでいる（ルペンは35%）。

候補者の資質の分析も非常に明確だ。フランス国民はマクロンを選好している

回答者の68%が、マクロンが議会で過半数を形成することができると考えている（ルペンは23%）。回答者の59%が大統領になる資質があると答えている（ルペンは32%）。回答者の58%が、マクロンが最善の政策をもち、最も正直であると確信している（ルペンは33%）。アイデアと価値観についても同様のスコアがでている：マクロンは56%、ルペンは35%。マクロンは有権者への理解についてもリードしている（51%、ルペンは39%、意見なし10%）。本当に物事を変えたいという欲望に関しては、ルペンがリードしている。マクロンの45%に対してルペンは47%。

## II. フランスの主要な課題は何か...フランス国民によれば？

フランスの有権者に行った調査では、彼らの懸念と優先事項が強調された。雇用、社会保障、購買力が3つの最優先事項である。現在の失業率、社会モデルへの関与、購買力の損失（実際に緊縮政策を経験した国と比較すれば相対的ではあるが）を考慮すれば、これは驚くべきことではない。

最も重要な問題		
1	雇用	50%
2	社会保障 (健康保険、年金...)	48%
3	購買力	45%
4	移民	40%
5	安全保障	39%
6	教育	34%
7	社会的不平等	30%
8	税制	30%
9	債務と財政赤字	25%
10	環境	24%
11	腐敗	23%
12	欧州	23%
13	世界でのフランスの役割	20%
14	住宅事情	14%
15	グローバリゼーション	11%
-	上記のどれでもない	4%
-	わからない	1%

調査は更に、大統領選の2人の候補者に投票した有権者の優先順位が異なることも明確に示している。マクロンの支持者は：1) 雇用、2) 社会保障、3) 購買力、4) 教育、および (5) 社会的不平等。対して、ルペンの支持者は：(1) 移民、(2) テロとの戦い、(3) 安全保障、(4) 購買力、および (5) 雇用となっている。

“

75%のフランスの有権者はマクロンが第2ラウンドで勝つと考えている”

“

68%のフランスの有権者が、マクロンが議会で過半数を占める可能性が一番高いと思っている（ルペンは23%）”

“

雇用、社会保障、購買力が3つのフランス人の最優先事項である。”

第2ラウンドでの投票に懸かっているもの：  
第2ラウンドの投票では何が重要な問題なのか？

ランキング	マクロン	%	ランキング	ルペン	%
1	雇用	53%	1	移民	77%
2	社会保障	50%	2	テロとの戦い	62%
3	購買力	46%	3	安全保障	57%
4	教育	43%	4	購買力	45%
5	社会的不平等	34%	5	雇用	45%
6	欧州	34%	6	社会保障	43%

III. 新大統領はフランスを統治できるか？

新しい大統領が選出されれば、その統治能力についての疑問が沸き起こる。重要第一歩は：議会選挙である。統治するためには、国民議会の577の議席の過半数を保持しなければならない。過半数（289人の議員）が、法律と改革の採択には必要となる。過半数と超えない場合、連立が必要となる。両方の候補者には何を期待すべきか？

マクロン：議会で過半数を取得、または連立に向けて

マクロンは世論調査でリードしており、最高裁による選択というサプライズがない限り大統領になるだろう。彼のプログラム（「左右両方」で、「右か左」ではない）は、極右翼政党以外の全当事者の支持者の支持を獲得できる先験的なものである。しかし、選挙の数日前には、有権者の不信感が増しており、2人の候補の中から選択するのが難しいという数字が増えている。新聞「Les Echos」のためのSLPV分析をした世論調査によると、エマニュエル・マクロンは、調査の対象となった535の議席のうち、249から286を獲得して大勝利を修める（座席の53%）。右翼共和党は200~210議席を獲得すると予想されるが、ルペンの国民戦線は15~25議席しか獲得できない（票の移転と「共和国前線」の結果）。左翼社会党（28~43席）とメランションの極左政党は（6~8議席）今回の選挙の他の大きな敗者となるだろう。

この調査によれば、マクロンの「前進」とルペンの国民戦線が対峙する選挙が90~116議席、「前進」と右翼政党が対峙する選挙が180、左翼と「前進」の対峙46、右翼と国民戦線の対峙が154、左翼と国民戦線の対峙が6~32、およそ30は3人の対峙となっている。このシナリオが正しいなら、マクロンの「前進」が単独で過半数を獲得する可能性は高い。更に、大統領に加担するだけでなく、連立もあり得る。政権は結成されるだろう。しかし、この新しい「共生」は、ケース・バイ・ケースで管理されなければならない、必然的に大統領と首相の任務が複雑になる。

ルペン：国会議員での過半数獲得はなし、連立なし、EU離脱なし

本記事執筆時点では、ルペンは次の3つの障害に直面する。

1. 国民議会で彼女の党が過半数を取得することは不可能である。
2. 議会で過半数を占める連立政権を樹立することはできない。
3. ユーロについてのプログラムを明らかにする。

フランスの選挙制度と国民戦線（FN）に対する他党の姿勢を考えるとルペンは不利である。過半数を獲得することも、連立政権を樹立して過半数を取ることにも難しいだろう。政治的な行き詰り状態、統治不能、そして間違いなく、議会の解散が行われるだろう。

国民議会が解散しても、ルペンの党が議会で過半数を獲得するという保証はない。フランスのEU離脱よりも、政治情勢や改革が妨げられることを見る可能性の方が高いだろう。これがルペンの3つ目のハードルだ。欧州連合（EU）とEMU（欧州経済通貨同盟）への立場を明解にすることは最重要だ。選挙の前のスピーチは大きく変動した。最初は欧州とユーロ対して非常に敵対的だったが、その後（その視点を否定することなく）より柔軟になったのは、EUについてフランスの有権者を安心させようと言う意図があるのだろう。第1ラウンドの終わり頃、自国通貨のテーマとフランスのEU離脱が暗示的に再浮上し

“雇用と社会保護（マクロン） vs. 移民とテロとの戦い（ルペン）”

“マクロンが勝利= 絶対過半数または連立政権”

“ルペンが勝利=過半数も連立政権もない”



May 2017

た。EUを離脱するか、またはユーロに連動した自国通貨を持つことは、ルペンが言及した2つのオプションであるが、EMUのメンバー国が2つの通貨を同時に持つことは不可能であることに注意すべきだ。「我々は他国と同じように自国の通貨を持ち、一緒に共通の通貨を持つ」と最近彼女は述べた。欧州条約第128条はこの点に関しては明らかだ：同盟国の中でユーロ貨幣を発行する権威を有するのは、欧州中央銀行のみである。貨幣主権とその後の固定平価を保つためには、フランスはまずEUとEMUを離脱する必要がある。EMUとEUを離脱せずに、どうやって貨幣、財政的、政治的、そして領土における主権を回復するのか？ 国民戦線の政策は、欧州とEMUの全ての論理に反する。「欧州のパートナーたちが「ノー」と言うことは、すでに分かっています。それは子供を母親のお腹に返すようなことだからです」（クリスチャン・サンテ=ティエンヌ）。

いずれにせよ、そのような決定をすれば、広範囲にわたる影響をもたらすだろう。

- 流通している新しい通貨の大幅な下落。
- 購買力の喪失（インフレおよびインフレ期待による影響）
- 企業の競争力の喪失（原価の上昇）、雇用と生産の崩壊
- 資本流出（フランスの公的債務の60%以上は非住居者が保有している。欧州では記録的な高さ）。
- 債券利回りと債券スプレッドの上昇（ドイツに対して+ 150-200bp?）

これが非常に悪化した場合、資本規制の確立と、最悪の場合、銀行からの現金引き出しが制限されることもある。フランスのEU離脱を達成することは難しい：まず大統領選に勝ち、その後国民議会選挙に勝つか、議院を解散させ、第二の議会選挙に勝ち、最後にEU離脱の国民投票に勝つ必要があるのだ（フランス人はいまだに欧州第一主義に賛成している）。ルペンが勝利すれば、それに続く金融市場の反応は避けられない。

#### 資本規制：どのような措置か？

##### 3つの措置が可能：

- 銀行の閉鎖（これは長く続けられない。経済が麻痺するため）。
- 現金引き出しを制限する：ATMでの現金引き出しは制限される（例：ギリシャでは、1日、1銀行当たり60ユーロ/人（ギリシャ居住者）であった）。
- 海外へ送金の規制：フランスの口座間のインターネットによる送金は出来るが、海外への送金は規制される。例えば、ギリシャでは、特に「医療支出」に関して、取引の「公的および社会的利益」を考慮して、財務省の「銀行検証委員会」が検査した。



FNの欧州プロジェクトは  
子どもを母親のおなかに返すよ  
うなものだ”

May 2017

IV. 2人の候補者のプログラムの再確認:

決選投票における2人の候補者の比較 (出典:ル・モンド紙、キャンペーンプログラム、アムンディ)		
	E.マクロン	M.ルペン
公務員	120,000の仕事が削減される	-
年金	変更なし	低い年金額を上げる
失業給付	拡張する (特定の条件の下での辞任も対象とする)	-
退職年齢	現在の年齢を維持する(62)	60に戻す
最低限の社会給付	「全ての人に当てはまる」給付を作成	現在のフランスの最低限社会給付を維持する
自営業 (RSI) のための社会保障制度	廃棄する	改革する
最低賃金 (SMIC)	変更なし	変更なし
住宅税 (地方税に似ている)	世帯の80%について廃止	凍結する?
贈与 & 相続税	現在のプランを維持する	富の移転を促進
VAT	現在の率を維持する	現在の率を維持する
脱税	脱税に対抗するための措置を強化	脱税に対抗するための措置を強化
法人税	削減	削減
所得税	個人所得税	減税
競争力と雇用創出のための法人所得税控除	税金および社会保障拠出金の削減	税金および社会保障拠出金の削減
富に対する連帯税 (ISF)	経済への投資は免除	現状維持
フランス製	-	支持する
社会保障への拠出	企業と従業員分を削減	SMEとVSBは削減
公共分野の調達	欧州の欧州企業を支援	フランス企業を支援
仕事の充実	自営業者の権利を従業員の権利と一致させる	管理フレームワークの作成
解雇	雇用法定の支払を管理する	-
公共住宅	建設を増加	フランス国民に優先的に給付
役員報酬	役員と従業員間の賃金格差に関する情報を公開する	-
週の最低勤務時間	法律を緩和	週35時間の勤務時間を維持
雇用法	現状維持	廃止する
共通農業政策 (PAC)	保護主義者と生態学的政策の強化	国の農業政策に戻る
公共支出	GDPのシェアを減らす	出入国・欧州への支出削減
公的債務	制御し返済する	制御し返済する
家族再統合	現状維持	廃止する
移民の割当	反対	賛成
亡命権	対応時間の短縮	より厳しい条件
欧州国境を管理する	強化する	国境を管理する

May 2017

決選投票における2人の候補者の比較  
(出典:ル・モンド紙、キャンペーンプログラム、アムンディ)

	E.マクロン	M.ルベン
家族再統合	現状維持	より厳しい条件
出生権市民権	現状維持	削除する
シェンゲン合意	維持	削除
医療費の払い戻し	医療相互保険のおかげでより良い払戻し	医療相互保険のおかげでより良い払戻し
家族手当	-	家族手当の普遍性を回復
市民サービス	義務的な市民サービスを復活させる	義務的な市民サービスを復活させる
市民権の剥奪	支持しない	支持する
刑務所	10,000~20,000の刑務所スペースを建設	40,000刑務所のスペースを建設
警官	増加する	増加する
NATOにおけるフランスの地位	NATOの新しい加入に反対	統合コマンドを中止
防衛予算	GDPの2%に増やす	GDPの2%に増やす
原発	原発のシェアを減らす	原発の近代化と発展
TAFTA & CETA条約	支持する	支持しない
欧州への税金と社会調和	支持する	-
安定協定を遵守	3%ルールを維持	予算主権を回復
ユーロ	ユーロ圏ガバナンスを設定	フランに戻る
E U (欧州連合)	既存の欧州を強化する	離脱の国民投票を提案
UEMガバナンス	欧州経済財務大臣の地位を確立する	国家主権への復帰 (通貨、予算、財政)
外国人の投票権	支持しない	支持しない
地方選挙	支持しない	支持しない
国会議員数	削減する	削減する
議会投票制度	比例代表制度を導入	比例代表選挙に移動—一部
大統領任期	5年の任期を維持	再選なしで7年任期への移行

## 結論

いくつかの強力なメッセージで締めくくる:

- 世論調査と投票の移行によると、マクロンが次期フランス共和国の大統領となる可能性が高い。
- 初期の世論調査によれば、最善のシナリオでは、マクロンは調査の対象となった535議席の内249から286議席 (53.5%) を獲得する (実際には577議席があり絶対的過半数は289議席である)。
- マクロン大統領のもとでは、フランスは1党過半数、または最悪の場合でも、連立政権 (形成は難しい) に向かっている。
- この世論調査が第1ラウンドと同じくらい正確であれば、不確実性の大部分が解消され、我々はリスク・プレミアムがずっと低いフランスとフランスの市場を見ていることになり、ファンダメンタルズに焦点を置いている。経済状況は改善している。
- フランスとユーロ圏の両方で、リスクの高い資産が新たに注目されている。フランスと欧州のシステミック・リスクは、完全に消滅する方向に向かっている (フランスのEU離脱はない)。
- 当社の資産配分では、欧州とフランスのリスク資産は株式 (対米国) と社債 (対国債) の両方が、選好されている。

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か月の変化	---	--	-	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か月の変化	---	--	-	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券	↑					□		
	新興市場地元債券	↑					□		
為替	米ドル	→					□		
	ユーロ	↑					□		
	円	→					□		
	英ポンド	→			□				

上記の表は、6-12か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か月の変化	0	+	++	+++	
米国債をロング	↓		□			フランス大統領選の第1ラウンドの結果が安心感を与えたため、欧州のシステム・リスクに特化したマクロ・ヘッジ戦略を減らした。フランスのEU離脱または極端なシナリオへのリスクが消滅したため、欧州ポートフォリオを保護するため、米ドル、日本円、ボラティリティ、そして米国債へのロング・ポジションを削減した。それにも関わらず、特定のヘッジ戦略は維持している。なぜならトランププレーションへの失望リスクや米国の金融政策サイクルに関連するリスクなど、リスクは完全になくなったわけではないからだ。ボラティリティ、株式のプット、米ドル・キャッシュのロングポジションは、興味深い戦略となっている。
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	↓	□				
株式のプットをロング	↓		□			

上記の表は1-3か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への失望

[確率] 75%

**分析** ドナルド・トランプが選出されたことは、米国の哲学に大きな変化が生じたことを意味する。それは「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ことだ。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問題だ。この変更には、金融政策はどう追随するか？これらは、すべての重要な問題だ。減税とインフラ支出の復活が計画されていることは理解しているが、米国議会は、(共和党主導であっても)これらの政策について、新大統領を無条件で後押しするわけではないため、これらの政策には独自の資金が必要となる。ドナルド・トランプ氏は数日前、法人税減税を含むいくつかの主要政策を発表した。これが採択されれば、この減税の影響は利益の米国回帰、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** 議会で承認されれば、発表された政策は株式市場を押し上げ、短期および長期金利を上昇させる可能性がある。FRBは金融引き締めサイクルを継続することができるだろう。しかし、これらの政策が承認されなければ、当社の見解では米大統領への期待が大きすぎる金融市場には大きな失望感が漂うだろう。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。他国と同様、イタリアでも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** トランプ政権とジャネット・イエレンの確執を考えると、イエレンがFRBの議長として2期目(1期目は2018年に終了)に就任することには大きな疑問だ。トランプは金融政策の「自己満足」を批判しており、共和党もイエレンへの敵意を表明している。彼らは特に彼女の規制に対する姿勢に反発しているのだ。規制緩和はトランプ大統領の政策の優先事項でもある。FRBの意図/判断の解釈を間違えることは、長い間重要なリスク要因となっている。米国のGDP成長は2%前後、インフレ率は2%に近い。そして現状の雇用レベルでは、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き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。FRBは、ロナルド・トランプの大統領に就任以降、成長、インフレや金利政策に関しての見通しを変更していない。簡単に言えば、FRBは、米国の「トランプ効果」を再確認してはいないということだ。上記にも関わらず、FRBは2017年末までに2回利上げをすることが期待されている。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。財政と税制による刺激が強くなればなるほど、FRBは金融市場に大きなダメージを与えずに主要金利を引き上げることができる。

**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択する2つの要因である。

May 2017

## リスク要因

### [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%

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急激に下回る（または大きく下回る）かどうかだ（現在は3%~5vs.15年前は10%）。(トランプが選挙戦で約束した) 45%の関税が課されれば、明らかに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。中国の民間債務状況には注意が必要だ。ここ数年の間に、対GDP債務率やその長期トレンドなど、幾つかの債務指標が特に懸念を促すレベルになってきている。これは、BISが選好する指標の1つで、金融危機の最良の予測とみなされている。過去10年以内のこの指標の進行状態は、安心感を与えるものではない。

**市場への影響** このシナリオ（ハードランディング、信用バブルの崩壊）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1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。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ほとんどない。

**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。特にバブルのシナリオでの米国市場においては、リスク資産に非常に悪い影響がある。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#7] 人民元の大幅な切り下げ

[確率] 10%

**分析** 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。しかし、1月に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となった。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。

May 2017

## リスク要因

**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、そして/またはコモディティ価格の下落

[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（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を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、米国、日本、欧州の成長の再評価、FRBの「見識」と資本の流入（中国を除く）などの要素は、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。資産クラスを選択する際には、先進国のそして安全な資産を選択すべきである。

### [リスク#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。「タダ乗りはない。英国人はそれを知るべきだ」と、ドイツの財務相ヴォルフガング・ショイブレは述べた。「我々は英国を弱体化させたくはない。しかし、他の欧州地域が弱体化することも望まない。英国はEU離脱後、他国が持っていない優位性を持つべきではない」アンゲラ・メルケルはその発言を改めて繰り返し、英国はEU離脱プロセスについて「幻想を抱くべきではない」と述べた。交渉に対する姿勢は固まった。予測によれば、英国はGDPの2.5%～9.5%を「失う」可能性がある。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。英国のリスクは、同国が欲するEUからの制限なしの独立性を手に入れると、将来単一市場での取引を自由にできなくなることにある。そうはならない可能性が高いが、いずれにしても、それは交渉にかかっている。単一市場へのアクセス、英国が離脱することでEUに支払う必要がある推定600億ユーロを含む、いくつかの難しい問題が存在する。

**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。

### [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。今のところEU27カ国は一体となっているため、このような状況にはなっていない。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」を取り除くことが出来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、連邦主義に向かつての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ります。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が、それは容易なことではない。

**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。

May 2017

## リスク要因

### [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、次のことに要注意。(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)を独自で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、欧州ではいくつかの選挙が行われるが、それらが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(イングランド銀行が2年以上前に行った調査を信じるなら、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。ECBの購買プログラムが流動性を低下させている(悪影響)が、ボラティリティを低く抑える効果がある(好影響)... QE終了の議論が始まれば多くの疑問が生じるだろう。

### [リスク#13] 銀行の崩壊

[確率] 5%

**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。確かにマイナス金利は銀行にペナルティを課している。そして資本コストは高いまま(現実的には過去の危機の重圧が反映されている)で、新たな危機への懸念、規制の不確実性、および投資家が銀行と銀行システムを区別することの難しさが、影響を及ぼし続ける。しかし、当社は悲観的ではない。2017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の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・リスクを2年以上低下させている。成長が復帰したことは、今や資産となっている。過去数カ月間一特にドナルド・トランプ選出されてから一固定利付債券市場はプラス圏に戻っている。そしてイール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で動いている。シリア、「イスラム国」、トルコ、テロによる攻撃、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。ドナルド・トランプを選出したことで、米国は移民を強制的に国外退去させることに付いての議論に正式に参加した。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。



May 2017

## リスク要因

## [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：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、必然的に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？ と聞かれれば、答えは「イエス」である。しかし、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** 3つの選挙戦が差し迫っている：フランスの大統領選の第2ラウンド（2017年5月7日）と議会選挙（6月11日と6月18日）だ。ここで明確にしておきたいのは、全ての欧州（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言うことだ。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（マリヌ・ル・ペン）に賭けているわけではない。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。

新たに選出された大統領（世論調査によればエマニュエル・マクロン）は、議会選挙でも過半数を得るために有権者に働きかける必要がある。それが安定した政権を維持する唯一の方法だ。彼は議会選挙で（577席の）過半数を獲得するか、連立政権を形成する必要がある。さもなければ、フランスは安定した過半数支持なしの大統領を持つことになる。

**市場への影響** フランスの選挙は金融市場には大きなリスクである。なぜならこれらが現在のトレンドを象徴しているからだ：それらはEMUの中核国における極右翼政党の増加、支配者層への拒絶の拡大、保護主義の誘惑、欧州や欧州の機関への敵意などだ。それでも当社では、選挙の結果が出るまで、リスク・プレミアム（ドイツに対するスプレッド、ボラティリティ、CDSなど）が悪化し、高い水準に留まることには正当性があると見ている。選挙後にはスプレッドとCDSの大幅縮小に賭けるべきだ。

## [リスク#17] 欧州債券の利回り上昇が維持される [確率] 20%

**分析** 金融危機以降、長期金利は急激に低下した。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。2016年以降、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。FRBが金利を上げること、そして財政・税制政策が拡張的になることへの期待は長期金利の上昇を正当化するが、米国の長期金利が永久的に上昇することに依存するのは行き過ぎだと当社は見る。この結論はユーロ圏により当てはまる：成長、インフレ、金融政策サイクル、ECBのQEプログラム、そして予算や財政政策を通して、効果的に経済エンジンを再開することで、米国の金利上昇から欧州市場を保護する能力が（比較的）弱い。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** 政治的な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の金利引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。

マクロ経済状況		
南北アメリカ		リスク要因
米国	<p><b>Q1の成長には失望、財政政策に対する不確実性が続く</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Q1の経済成長率(+0.7%)には失望したが、回復に疑問を持つほど悪くはなかった。ビジネス環境指標は堅調に推移している。3月の雇用創出が予想を下回ったにもかかわらず、労働市場は引き続き改善し、賃金の穏やかな上昇を支持している。</li> <li>&gt; ドナルド・トランプ氏は、大幅な税制改革の約束を改めて表明した。しかし、保護貿易主義(減税の資金源とする計画の1つ)は大きな抵抗を受け勢いを失っている。結果として、財政赤字の拡大に大反対する議会との予算交渉は非常に困難となるだろう。</li> <li>&gt; しかし、共和党が過半数を占める議会が穏やかな減税に合意する可能性は高いため、2018年には景気に刺激的な影響を与えるだろう。しかし、完全な税制改革は、2018年またはそれ以降に持ち越される可能性が高い。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 新政権の判断を取り巻く大きな不確実性</li> <li>&gt; 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。</li> <li>&gt; 企業マージンの衰え</li> </ul>
ブラジル	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 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。</li> <li>&gt; 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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; ブラジル・レアルの急騰</li> <li>&gt; 財政政策の緩和、特に非常に限られた年金改革</li> </ul>
欧州		
ユーロ圏	<p><b>政治的リスクにもかかわらず、今年は非常に良いスタートを切った</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 2017年初頭の指標は予想よりも好調で、幾つかは数年前から見られなかったレベルに達した。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。</li> <li>&gt; 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。英国のEU離脱を取り巻く複雑な問題は、ユーロ圏経済には非常に緩やかな影響しか及ぼさないだろう。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 政治的リスク(目白押しの選挙一反支配層政党の台頭、英国のEU離脱)</li> <li>&gt; 新興国経済および/または財政困難の波及。</li> <li>&gt; 地政学的リスクの上昇</li> </ul>
英国	<p><b>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。</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 6月8日に予定されている選挙は、英国首相がEU離脱の交渉をより効果的にするために、彼女の立場を強化することを可能にするだろう。しかし、EUとの将来の関係が全く見えないこと、そして交渉の困難さは、最終的には経済に悪影響を及ぼすだろうが、それが2018年以前に起こることはないだろう。現在のところ、成長は維持されている。</li> <li>&gt; 民間投資と個人消費は、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。(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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 英国のEU離脱に関連する不確実性からの衝撃</li> <li>&gt; 財務および国際収支の赤字はまだ非常に高い。</li> </ul>
アジア		
中国	<p><b>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</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 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。</li> <li>&gt; 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。</li> <li>&gt; 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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 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</li> <li>&gt; 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</li> </ul>
インド	<p><b>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</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 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。</li> <li>&gt; 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。</li> <li>&gt; 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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 廃貨後、インドの成長は安定的に推移するだろう。</li> <li>&gt; 長期にわたる適度なインフレ</li> </ul>
日本	<p><b>回復は潜在的成長を上回るレベルで継続している。</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 日本経済はアジアの貿易および国際貿易の改善の恩恵を受けている。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。経済刺激策と企業の所得税の減税が、主なサポート要因である。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 中国へのエクスポージャー</li> <li>&gt; マイナス金利政策</li> </ul>

## マクロ経済と金融市場の見通し

### マクロ経済の見通し

- **アメリカ**: 今年初めの期待外れの数字にもかかわらず、回復は堅調であり、労働市場は引き続き改善し、コアインフレ率は依然としてFRBの目標を下回っている。ホワイトハウスは予算案を5月に議会に提出すると発表した。マクロ経済の観点から見れば、バイアスは上方に向かっている(成長、インフレ)、そして保護主義は後退している。しかし、ドナルド・トランプが、約束した税制改革の大部分を実行するのは難しいことを知るだろうから、失望する準備をするべきだろう。
- **日本**: Q4に投資が回復した。これは2016年の最初の3四半期に見られたトレンドを逆転させるものだ。日銀の短観指標によれば、2017年のQ1は堅実な成長を示している。加えて、財政政策は、引き続き成長の主要なけん引役となる。日銀の政策は、緩和的金融環境が続くことを可能にしている。
- **ユーロ圏**: 回復は強くなっている。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、政治リスク(フランス、ドイツ、イタリア)がこの地域の弱点だ。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。当社は2017年は0.5%の不況を予測する。
- **ロシア**: Q4のGDPは前年同期比で+0.3%とプラスに転じた。2016年には、ロシアは0.2%の不況に苦しんだが、それは当社のシナリオ(-0.7%)ほど深刻ではなかった。ロシアの統計機関が、そのGDPの数字を改定したことを指摘する。それによれば、2015年の不況は以前の予測である3.7%ではなく、2.8%であった。当社は2017年には+1%とプラスの経済成長に戻るというシナリオを維持する。

年率平均(%)	実質GDP成長率 %			インフレ(前年比CPI)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
米国	1.6	2.0	2.2	1.3	2.5	2.3
日本	1.0	1.0	1.0	-0.1	0.3	0.9
ユーロ圏	1.7	1.6	1.5	0.2	1.5	1.2
ドイツ	1.8	1.7	1.6	0.4	1.6	1.4
フランス	1.2	1.4	1.3	0.3	1.3	1.1
イタリア	0.9	1.1	1.1	-0.1	1.2	1.1
スペイン	3.2	2.3	1.6	-0.2	1.3	1.2
英国	1.8	1.5	1.3	0.6	2.5	1.9
ブラジル	-3.6	-0.5	1.4	8.7	4.4	5.4
ロシア	-0.2	1.0	1.8	7.0	4.5	5.1
インド	7.5	7.6	7.6	5.4	5.2	5.2
インドネシア	5.0	5.2	5.2	4.5	4.5	4.5
中国	6.7	6.4	6.0	1.2	1.5	1.4
トルコ	2.9	3.4	2.5	7.8	10.1	8.9
先進国	1.6	1.7	1.8	0.7	1.8	1.7
新興諸国	4.0	4.3	4.4	4.1	3.9	3.5
世界	3.0	3.2	3.3	2.6	3.0	2.7

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。FRBは2017年に2回金利を上げるはずだ。バランスシートの正常化の問題は明らかに検討される。
- **ECB**: ECBはQEを縮小ペース(€600億/月)で2017年12月まで拡張した。コアインフレ率の加速がなくなるまでは、いくつかのはっきりした変更があるかもしれない。ハト派的コミュニケーションは徐々に少なくなるはずだ。
- **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**: 経済状況が悪化すれば英中銀は利上げを行わない。

	03/05/2017	当社予想 6カ月先	コンセンサス Q3 2017	当社予想 12カ月先	コンセンサス Q1 2018
米国	1.00	1.25	1.40	1.50	1.65
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	0.30

### 長期金利の見通し

- **米国**: ハードの経済データが調査の期待を確認できず、新政権が経済刺激策を実行する能力があるかどうかを疑問視しているため、短期的にはインフレ・ベース効果の緩和で長期利回りの上昇は減速する。
- **ユーロ圏**: ECBが来年以降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					
	03/05/2017	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	1.28	1.40/1.60	1.50	1.60/1.80	1.68
ドイツ	-0.72	-0.80/-0.60	-0.66	-0.80/-0.60	-0.61
日本	-0.20	-0.20/-0.00	-0.20	-0.20/-0.00	-0.17
英国	0.08	0.00/0.20	0.13	0.00/0.20	0.23

10年物 債券利回り					
	03/05/2017	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	2.29	2.40/2.60	2.44	2.40/2.60	2.55
ドイツ	0.33	0.40/0.60	0.46	0.60/0.80	0.57
日本	0.02	0	0.08	0	0.14
英国	1.09	1.00/1.20	1.19	1.00/1.20	1.31

### 通貨の見通し

- **ユーロ**: ドイツの長期利回りの上昇と、ECBの超緩和的金融政策の段階的な終了に伴い、ユーロは年末には上昇するはずだ。
- **米ドル**: 米ドルの方向性は、今のところ長期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。
- **日本円**: 円は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。

	03/05/2017	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	1.09	1.10	1.07	1.15	1.08
USD/JPY	112	115.00	114.00	115.00	115.00
EUR/GBP	0.84	0.90	0.86	0.90	0.86
EUR/CHF	1.08	1.05	1.08	1.00	1.08
EUR/NOK	9.39	8.70	8.99	8.50	8.89
EUR/SEK	9.63	9.20	9.41	9.00	9.19
USD/CAD	1.37	1.40	1.35	1.40	1.35
AUD/USD	0.75	0.75	0.74	0.75	0.74
NZD/USD	0.69	0.70	0.69	0.70	0.68