

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

米国でドナルド・トランプが大統領選を制したことは金融市場に重要な影響を及ぼした。

- まず、成長見通しの再評価、インフレ期待、および債券利回りの明確な上昇が、以前世俗的な停滞についての議論で確立された環境において特に重要な意味を持つということだ。問題は、この再評価が短期的にのみ正当化されるのか、それとも長期的にもなされるべきかということだ。つまり、今我々は現サイクル（減速中）の延長を見ているのか、それとも、新たな息吹と新たな成長サイクルの始まりを見ているのか？
- 更に、緩和的な金融政策と各国政府が成長政策の強化を図っている世界で、米国で新政権とFRBの間に、まず金融政策についての強い緊張が浮上したかと思えば、次には規制（銀行への規制を含む）に関するFRBの役割（「容認できない」と見なされている）についても緊張感が表面化している。ジャネット・イエレンが、2018年に再任されることはないという事実とは別に、FRBとトランプ政権との緊張の高まりは市場のボラティリティを高める。
- 保護主義についての議論も深刻な懸念だ。この件に関しては様々なエピソードが表面化し、景気拡大について楽観的な要素が見えない。この問題は物品の貿易が急激に減速している時にもたらされた。貿易の拡大には開放的な外交政策が必要であることは良く知られている。経済における自己中心主義は、国際関係のためには良い兆候ではない。米国の保護主義の傾向は、すでに（資本規制を強化した）中国、メキシコ、さらには日本でさえも外交的そして経済的な緊張となって表れている。

全体的に見ると、当社は次のような確信を持っている：

- 現サイクルの延長をてこ入れすることが現時点では合理的である。新たな成長サイクルや潜在的成長の改善を信じることは現時点では行き過ぎだろう。米国の成長は寛大な財政や税制政策の恩恵を受けるが、より強固な新しい成長サイクルを見ることはないだろう。それでも法人税を含む今後の税制上の意思決定には注意が払われるだろう。それは株式市場に弾みをつけるからだ。
- それにも関わらず特に米国内のテーマ（小型株-中型株、内需、および循環セクター）については、再び株式市場に有利な背景となっている。しかし、当社はこれらの市場へのエクスポージャーを削減し、欧州市場へと移行した。欧州市場は将来有望であり評価面でのリスクが低いと見ているからだ。当社ではトランプが選出される前から、米国市場（大型株と中小型株）の評価は過剰であると見ていた。新しい成長と利益のサイクルが始まったと信じない限り、この評価を維持する。企業の次の業績発表（3月中旬）で、その判断が正しいかどうか分かるだろう。現時点では、日本、米国と欧州への配分は似ているが、欧州への配分がわずかに選好されている。米国では「質」が要因となり、当社の資産配分では「バリュー型」が最前線に戻ってきた。

“

長年なかった新しい兆候：FRBと米政権間の緊張

”

“

経済の自己中心主義は、国際関係および世界的な成長には良くない兆候だ

”

“

米国：現サイクルの延長に賭けることの方が現段階では合理的だ。新しい成長サイクルやその潜在的改善を信じることは現段階では行き過ぎだ

”

“

株式市場：日本、米国、欧州間の当社の選択はまだはっきり決められていないが、現時点では欧州地域がわずかに選好されている

”

2017年2月

- ・社債も同様だ：当社のポートフォリオは、米国と欧州の両方で、この資産クラスをオーバーウェイトしている。しかし、米国企業の借入状況を考慮すると、米国企業は欧州企業よりも、債券利回りの上昇への影響を受けやすいことを留意すべきだ。
- ・米債券利回りの上昇は継続しないだろう：変動幅は変化しているが体制は変わっていない。特に欧州と日本との金利差、または期間プレミアムは、米国債への関心を復活させる。特にこれらが提供するキャリー面で注目すべきだが、これらは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自然に提供する。
- ・米債券の利回りがゆっくりと、しかし一時的に上昇している環境では、特にECBがユーロ圏の純発行数を上回る資産を購入している限り、欧州の長期金利が急激に上昇することを期待すべきではない。ECBによるQEが終了することは、ドイツの10年物債券の利回りが上昇（均衡値なら+150bp）することを意味する。そして周辺国の利回り（国によるが250bp~350bpの間）は、いわば債券市場の危機的なレベルとなる。ECBによるこのリスクは2017年に発生することはない。しかし、政治的リスクの上昇は（対ドイツの）債券スプレッドを過去2年間よりも高いレベルで維持するだろう。オランダ、イタリア、フランスにおける選挙の論点は、欧州の将来に影響を及ぼすため、全てのスプレッドに影響を受ける。返済能力が低く、政治的に不安定な国は避けた方が良くだろう。
- ・コモディティ価格が上昇したことが原因で、米国ではインフレ率が上昇している。これはインフレ期待を刺激し、FRBによる金利引上げを正当化する。物価の上昇はすぐにFRBの目標（2%）に達し、インフレ上昇が継続することへの恐れが再び主要テーマとなる。現在の成長段階では、このような恐れはかなり誇張されているように見えるが、インフレ連動債を詳しく調べるには十分だ。当社では、マクロヘッジとしてのこれらの資産クラスの性質を活用するため、また多くのポートフォリオでアンダーウェイトされていたため評価が下がっていたことが魅力的であると考え、2016年の第1四半期にこれらの市場に戻る決断をした。現在では、インフレ・サイクル及び原油価格の上昇（原油価格については短期）を含むファンダメンタルに基づく理由でこれらの資産に投資している。
- ・FRBは利上げに積極的にはならないだろう。米国はまだ金融正常化のサイクルに入っていない。現状は、FRBが1995年（1年間で+300bp）又は2004年（2年間で+425bp）に開始した政策とは非常に異なる。FRBは現状（成長、経済政策、インフレ期待の再評価）をうまく利用し戦略を再構築するだろう。しかし、実状（潜在的成長、企業の債務、インフレなど）が、何回もの金融引き締めを実行することを妨げるだろう。当社では2017年に2回の利上げを想定している。
- ・米国でのトランプ大統領の誕生が、新興市場への投資家の多くをハイジャックした形になり（政治的緊張、保護主義的措置への懸念、正面きつての政治的な攻撃など）、そのことが当社の新興市場へのエクスポージャーを削減する結果となった。しかし、当社では中期的な見通しは維持している：新興市場での資産を維持する。魅力的な評価、過小評価された通貨、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、豊富な潜在的キャッシュフローなど（詳細は、中国については1月号10-11ページ、一般的な新興市場については1月号の12ページを参照）の全てがポジティブな見通しを正当化する。当社では2017年には新興市場のパフォーマンスは良好

“

社債市場：オーバーウェイトを維持

”

“

米債券の利回りは大幅に上昇しない、そして、すでにそのキャリーやマクロヘッジの性質は回復しつつある

”

“

欧州：ドイツの債券利回りが大幅に上昇することを期待すべきではないが、政治的な背景を考慮すると、ソブリン債とのスプレッドが拡大することは期待すべきだ

”

“

インフレ連動債：
当社は、米国の証券へも欧州と同様に投資している

”

“

FRB：2017年には2回利上げ実施するが、正常化には程遠い

”

2017年2月

であると見ている。現時点では、当社は新興通貨や新興国株式および債務へのエクスポージャーが十分ではない。それでも現地通貨建て債務よりも、ハード通貨建て債務を選好している。現地通貨建て債務は将来性が高いが、今はその時期ではない。

- 成長期待の力学の相違、米国と日本/欧州間のスプレッドの拡大、金融政策の異なる方向性などを受けて、**米ドルをロングするという当社の見通しは維持されている**。また、新興国通貨の低迷は、保護主義政策への懸念が残る限り、反転しないだろう。
- マクロヘッジ方針は維持されている**。グローバルな地政学的背景、米国といくつかの主要国（中国など）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を正当化する。この観点から見れば、米国債市場ではボラティリティ、現金の米ドル、インフレ連動債が興味を引く。今の状態が、もっと深刻だと思う投資家は、金をロングすることが不可欠である。



現在の環境では、米ドルをロングすることが適切だと思われる



より高いボラティリティ環境ではセーフガードを維持



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 欧州でのセクター：ヘルスケアをオーバーウェイト、REITはニュートラル、銀行、ギリシャとポルトガルはアンダーウェイト 米国セクター： <ul style="list-style-type: none"> - 循環株、金融株、中型・小型株（国内向け）をオーバーウェイト - グローバル貿易株をアンダーウェイト 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"> - インド、ペルー、フィリピン、ロシア、メキシコをオーバーウェイト - 中国、台湾、ギリシャ、トルコ、南アフリカ、ブラジルをアンダーウェイト 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 新興国債券： <ul style="list-style-type: none"> - ハード通貨の債務を選好（米ドルをロング） - 地域通貨建て債務を大幅にアンダーウェイト 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"> 「バリュエーション」要因と欧州金融銘柄をロング 日本株全体はポジティブ（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（イタリアを除く） 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

長期金利：制度のシフトか、変動幅のシフトか？

PHILIPPE ITHURBIDE、リサーチ、戦略、分析部グローバル総括

当社は、トランプが選出されたことが、債券利回りの上昇をもたらした理由を繰り返し分析した：インフレ率がFRBの目標よりも高くなっている時に財政と税制政策を変更することへの可能性が、優先事項である米国成長についてFRBが採る戦略に余裕を与え、金利引上げを実施できたことには疑いの余地はない。

このことは当然、全ての曲線についての米国と欧州間のスプレッドの拡大につながった可能性が高い。欧州の債券利回り（ソブリン債と社債の両方）は2016年にはマイナス圏に突入したが、米国での債券利回りの上昇でその状況はすでに変化している。昨年9月の時点では、欧州の全信用市場（ソブリン債、社債、信用）の50%の利回りがマイナスになっていたが、年末にはその割合は25%に減少していた。

トランプが選出されてから、債券利回りが上昇したことは驚くには当たらないが、これは重大な問題を提起している：我々はここ何十年もの間、債券利回りを低下させる原動力となって来たトレンドが根本的にひっくり返されるのを目撃しているのか、異常に低い金利環境は終わったのか、それとも、これは「単に」定期的に起こる多くの修正の1つなのか？明らかに体制がシフトしたのか、レベルは変化したのか、それとも変動幅内の修正なのか？

いずれにしても、米国の債券利回りの上昇が欧州の利回りに与える影響を見逃してはならない。利回りの上昇には、次の8つの要因が考えられる。

1. 成長見通し（実際および/または潜在的な）の大幅な回復
2. それほど緩和的でない金利政策
3. QEの終了
4. インフレの回復
5. 財政と税制政策の大幅な転換
6. 支払能力への疑問（公的債務、リスク・プレミアムの上昇などについての疑念）
7. ポートフォリオのポジショニングの転換（低金利環境終了への兆候）
8. 欧州の利回りに関しては、米債券利回りの上昇および米国との相関性が高い

現在我々は何の位置にいるか？米国については、1、2、4、5及び7が、利回り上昇の原因であることは間違いない。欧州の場合、最初の3つは（まだ）現実のものとなっておらず、4番目はまだ懸念材料となっていない。5番目は米国においてだけ形が現れているが、欧州では形となっていない。これは最初の4つに影響を与える。現在行われている税制と財

要点

トランプが米大統領に選出されてから、債券利回りが上昇していることは驚くには当たらないが、これは重大な問題を提起している：我々はここ何十年もの間、原動力となって来たトレンド（つまり債券利回りの下落）が根本的にひっくり返されるのを目撃しているのか、異常に低い金利環境は終わったのか、それとも、これは「単に」定期的に起こる多くの修正の1つなのか？明らかに体制がシフトしたのか、レベルは変化したのか、それとも変動幅内の修正なのか？債券利回りが上昇する通常のそして特定のトリガーを分析した結果、次の5つの結論に達した。

- I. 新たな成長サイクルが不在であれば、米債券利回りは1.5%~3%の変動幅に留まるはずだ。
- II. 中核国のユーロ債券利回りには制度のシフトはない。それは日本での利回りも同様だ。成長とインフレ水準は、実施された金融政策と共にそれを正当化しない。
- III. 米国での制度シフトへの期待が低く維持されれば、米国の金利上昇からの影響は制限される。
- IV. QEが中断される唯一の原因は、大幅かつ永続的にユーロ圏の債券利回りの水準が変更されることだ。
- V. 最後に、欧州の選挙における不確実性は、周辺国の債券スプレッドの水準を変更させるのに十分な重要性があると見る。



トランプが選出されてから債券利回りが上昇たのは驚くには当たらない...
しかし、それは持続可能なのか？



2017年2月

政に関する議論は、金利と債券利回りにとって重要な意味を持つ。6番目（特に政治情勢）と7番目は、慎重に監視しなければならない。8番目だけが、現時点では信憑性が高い。それは上述した要因と共に利回りを押し上げる。

上記の表を参照に、5つの結論に達した。

- I. 新たな成長サイクルが不在であれば、米債券利回りは1.5%~3%の変動幅に留まるはずだ。
- II. 中核国のユーロ債券利回りには制度のシフトはない。それは日本での利回りも同様だ。成長とインフレ水準は、実施された金融政策と共にそれを正当化しない。
- III. 米国での制度シフトへの期待が低く維持されれば、米国の金利上昇からの影響は制限される。
- IV. QEが中断される唯一の原因は、大幅かつ永続的にユーロ圏の債券利回りの水準が変更されることだ。
- V. 最後に、欧州の選挙における不確実性は、周辺国の債券スプレッドの水準を変更させるのに十分な重要性があると見る。

結論

次の3つの事を思い出してみよう：

- ・2016年、欧州の債券市場は徐々に機能不全になって来ていた。それは通常ファンダメンタルな価値からは程遠い非常に低いレベルで、恐らく最も大きいリスクだった。QEプログラムの結果、特に債券市場では評価（価格、利回り及びボラティリティ）が、不正確な測定をする計器のように信頼性を欠くものとなり、リスク（上昇vs.下落）が完全に非対称となった。
- ・欧州債券市場は米国利回りに依存しているが、それもまたECBのEQ政策に翻弄されている。QEプログラムが終了すれば、ドイツの債券利回りは150bp（現行と均衡レベルとの間ギャップ）程度上昇し、ドイツと周辺国間のスプレッドは250~350bpまで拡大するだろう。一部の国では、債券利回りが倍以上になる！これは本当の金融危機...又は債券市場のクラッシュとなるだろう！
- ・インフレ連動債への新たな関心の高まりが確認された。今のところの資産クラスが過去数ヶ月提唱されている程度だが、これは国際的なポートフォリオの中では、長い間無視されアンダーウェイトされてきた資産クラスであるため、だからこそ魅力的なバリュエーションとなっている。加えて、原油を筆頭にコモディティ価格が上昇していることは、特に短期デュレーションの連動債には大きな影響を及ぼす。インフレ連動債は、物価指数の上昇に対する保護のためだけでなく、バリュエーションの面からも魅力的な資産となっている。



米国における金利の上昇が
欧州の長期金利に及ぼす影響
を見落としてはならない



2017年2月

次の表は、前述した債券利回りの上昇を誘発する様々な要因の分析である。

米国およびユーロ圏の債券利回り上昇を誘発する要因		
誘発要因	米国	ユーロ圏
I. 成長見通し(実際のおよび/または潜在的)の大幅な回復	成長見通しは改善されたが、今のところ潜在成長率は変わらない(2%未満)。将来の税制(特に法人税)が、投資および株式市場に新たな弾みをつける可能性が高い。当社は成長見通しの持続的な改善を期待していない。この状況は債券のボラティリティを高くする。	経済状況は、徐々に改善しているものの、低インフレ、QE、そして金利政策の影響を覆し補うには十分ではない。
リスク	短期的には中程度だが、中期的には低い。	短期的にも中期的にも低い。
II. それほど緩和的でない金利政策	FRBは操作のための余地を残したいのだが、現時点では実現出来ていない。2017年には2回利上げを実行できるはずだ。それでもまだ、本当の金融政策の正常化には至らない。	ECBは低金利政策を数年維持するだろう。マイナス金利(非効率的で無駄な政策)からの移行は、金融引締め政策への復帰と解釈されるべきではない。
リスク	正常化へのリスクは低いが、2017年の金融引き締めを追求するには効果的。	金利上昇のリスクは低い...ECBがマイナス金利政策を終了するなら。
III. QEの終了	FRBは資産購入プログラムを終了したが、満期を迎えたCPなどへの再投資は継続している。明らかにそのバランスシートに変化はない。この戦略を変えることは、特に株式市場への強くネガティブなメッセージとなる。	ECBは現在の資産購入プログラムを延長することを決定したばかりだ。QEの終了についての議論は定期的に浮上するだろうが、その議論は金利体制を変えるよりも、金利ボラティリティの体制を変える原因となるだろう。しかし、QEの終了が時期尚早であれば、債券クラッシュ(債券利回りが上昇、EMUのメンバー諸国間のスプレッド拡大、高いボラティリティ)に例えられるだろう。
リスク	中程度。	2017年にはあり得ないが、避けられない議論。
IV. インフレの回復	インフレ率が高くなっていることは、事実であるが脅威ではない。高いインフレ率が望ましいことには皆が同意している。インフレ期待が高まれば、FRBは利上げの速度を早めることができる。債券利回りは上昇する。	供給側からも需要側からも、明らかなインフレ圧力はない。
リスク	低い。	非常に低い。
V. 財政および税制政策の大きな転換	トランプ政権は、財政及び税制政策を通じて経済成長を後押ししたい考えだ。(それには議会の同意が必要とされるため)政策の規模を過大評価すべきではない。また、その政策が採用されてから、その影響が経済活動に現れるまでの時間差を過小評価しないことだ。	利下げは、欧州各国政府に戦略のための余裕を与えられた。そして重要な選挙が行われる。多くの機関(IMF、OECDなど)は、この余裕を戦略に使うことを薦めている。しかし、大規模な財政刺激策が採用される可能性はほとんどない。
リスク	中程度、しかし継続的。	かなり限られる。
VI. 支払能力への疑問(公的債務、リスク・プレミアムの上昇などについての疑念)	米国は他の多くの国同様、その公的債務をコントロールしない。だが米ドルは主要準備通貨だ。これは保護されている。米ドル自体には疑念がないが、リスクを過大評価しないことだ。復習すると、2013年に連邦政府の活動を停止(「シャットダウン」)したことは、米国の債務へのリスクプレミアムを発生させるには十分ではなかった。	この動きはすでに進行中だ:政治的な不確実性および/または複雑な政治状況を考慮して、イタリアやフランスではスプレッドが拡大している。オランダ、イタリア、フランスおよびドイツの選挙(全て2017年に実施される)に懸かっているものは、国家権益をはるかに超えたものであることに注意すべきだ。これはこれらの諸国のEUとEMUへのコミットメントについての選挙なのだ。だから、これらの国々のドイツに対してのスプレッドが悪化しているのだ。
リスク	弱いが増えている。	高い。
VII. ポートフォリオのポジショニングの転換(低金利と低利回り終了の兆候)	トランプが選出されたことで、市場は「クリーンアップ」された。そして債券利回りのポジションは以前ほど不均衡ではない。	トランプの当選後、米国ほどではないが欧州の利回りも上昇した。これはその背景を考えると当然であろう。欧州市場が危険であることの理由の一つは、市場の不均衡である。これは金利と債券利回りが長期にわたり低いレベルで維持されると言う、強いコンセンサスの存在と連動している。このことは様々なイベント(米国金利、欧州の選挙、インフレ率など)が発生すれば、ボラティリティが高くなることを意味している。
リスク	低~中程度	中~高程度
VIII. 米債券利回りの上昇と、米債券利回りとの高い相関性	潜在的成長率(人口動態や生産性の向上に大きく依存)が変わらず、財政および税制政策が限られている限り、米国の成長率は急激に上昇しないだろう。金利と債券利回りの上昇は制限される。	米国との適度な相関性は、異なる成長サイクル、異なるデフレ圧力、異なる金融政策のサイクルによって正当化される。欧州の債券利回りは、ある程度の独立性を保持している。しかし、これはユーロ圏が独立していると言うことではない。米国の利回りの上昇(又は下落)は、必然的に欧州の金利に影響を及ぼす。
リスク	中程度。	中程度。

2017年2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	↗		□			ドナルド・トランプの勝利は、特に財政・予算政策において不確実性を伴うショックとなった。経済成長の評価は、(短期および長期の)金利上昇やドル高と密接に関連している。英国のEU離脱投票後のストレスは減ったが、英国がリスボン条約第50条を2017年3月末までに行使するであろうことは認識している。今後の交渉は困難であると確信している。そしてその交渉は細心の注意を要する欧州の政治的状況(フランスとドイツを含むいくつかの国で選挙)の中で開始される。 そのため、当社はマクロ・ヘッジ戦略のいくつかを維持する(表を参照)。
ドイツ国債をロング	→	□				
米ドルをロング	→		□			
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	→		□			
米国TIPS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、17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が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。金融政策はこれらの変化にどう対応するのだろうか？これらは全て重要な疑問だ。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、その長期金利、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、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。「国境税」のような提案が採用された場合、それは大変革を意味する。法人税の減税についても同じことが言える。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、米国での投資などを含む、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。財政赤字の拡大につながるが、更なる成長、米ドルの活力の再生、インフレ復活への期待などをもたらず経済政策の大きな転換に関するリスクは、現時点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」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。2018年2月に予定されているものの、金融市場には早期選挙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」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（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）がイタリアでは現実となる。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。これは間違いなく最悪のシナリオである。最初は政情不安/危機となるが、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つ。イタリアのEU離脱の国民投票が行われるなら（現時点では憲法に違反するが）、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」と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の意図や決定を誤解することは大きなリスク要因である。選挙戦後、この状況は更に悪化した。米国のGDPは2%前後、インフレ率は2%に近く、完全雇用であるなら、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」。これは今真実を増す。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余りに強気に動いた場合、市場がこれを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、まだ大規模な金利引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、ドルの実効為替レートが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回利上げをすることが期待されている。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。ここに注意すべきだ。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。

2017年2月

リスク要因

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、中国は大規模な経済危機を経験するのだろうか？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。新興国経済の減速は現実となったが、「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。極端に推し進める、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、このプログラムが現状のままでは採択される可能性は低い。我々は米国の経済成長の（少なくとも短期的には）より好まし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いえ、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。

[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、実際には中国は自国通貨の操作を行っていない。現状は中国の

2017年2月

リスク要因

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。この決定（少なくとも一日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、国際的な投資家により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。人民元を急激に切下げる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を消費する地域だからでもある。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。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離脱後の問題が英国を持続的に脆弱化する

[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」。更に、メイ首相はリスボン条約第50条を、2017年の第1四半期に行使すると発表した。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、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がかかっているのか・・・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条の行使を待っている）、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。

[リスクの#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。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

2017年2月

リスク要因

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、次のことに注意を払うべきだ。(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。

[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ック・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

2017年2月

リスク要因

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 地理的に市場は難しい状況で運用されている：シリア、「イスラム国」、テロ、移民の流入、そしてトルコは、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・トランプの勝利によって反移民政策とメキシコ国境での壁の建設についての議論を公式に開始した。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長されている。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。地政学的リスクを恒久的にポートフォリオに組み込むこと（系統的マクロヘッジ戦略を提供する）は、今ではより多くの意味を持つ。

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。この要因の組合せが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動いている。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、公的赤字賛成派を反映している。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「Yes」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）が重要性が注目されることは間違いない。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。ルペン夫人はEUの改革やEU離脱を主要な焦点として掲げている。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ろう。このフランスのEU離脱へのリスクはEU（特にEMU）に引き続き影響を与えることには疑いの余地はない：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）のソプリンス・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、化独共同体制の可能性に期待している。そうなるためには、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ラウンドの一番上に極右政党が来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（穏健左翼の「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（左翼）を抜いている。それぞれの支持率は、27%、22%、20%、15%、11%となっている。

- 次に、（現在の世論調査に基づけば）ボイス・レポートを通して、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たりにするだろう。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、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、議会選挙でも大統領派を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、強い化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「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

2017年2月

リスク要因

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。これは当社の中心的なシナリオではない。しかし、選挙結果が出るまではリスク・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...）が劣化して高止まりするため、これを考慮することが適切だと考える。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と見る。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るべきだ。

[リスク#17] 欧州の債券利回り上昇の維持

[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。債券利回りが上昇するリスクは、ユーロ圏からではなく米国から来る。米国の長期金利上昇は、次の5つの原因から生じる：(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。全ての要因（おそらく3番目を除いて）は米国で可能性が高くなった。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、新たな成長サイクルではなく、現在の成長サイクル（ここ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してい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（過去最高）こと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。これが米国の債券利回りが持続的かつ十分であることを疑うためのもう一つの理由である。

2017年2月

マクロ経済状況		
南北アメリカ		リスク要因
米国	<p>重要な政治的な不確実性を背景とした成長サイクルの延長</p> <ul style="list-style-type: none"> > 経済はH2に反発したが、それは内需が原動力だった。労働市場の改善は続いているが、賃金の上昇が伴っていないため、原油価格の上昇で低下した購買力をかろうじて相殺しているにすぎない。更に、コア・インフレ率は年末に鈍化した（個人消費支出デフレーターが1年で+1.7%上昇）。 > ドナルド・トランプは、経済刺激策（企業や家計への減税、インフラ支出）と保護主義的政策を約束した。しかし、議会の共和党が財政赤字の増加に反対しているため、彼は政策の一部しか実施できないだろう。 > 議会を通過した政策（とりわけ減税）は、明らかに経済を刺激するだろうが、これは2017年よりも2018年により顕著になるだろう。ドナルド・トランプの大統領としての最初の声明と決定から判断すると、保護主義的な政策が実施される可能性は上昇した。これらの政策は国際貿易へのリスクの要素となる。地政学的不確実性は高いままで。 	<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（「世俗停滞」） > 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は前年同期比で第3四半期に-2.9%（第2四半期-3.6%）であった。第2四半期にプラスに転じた投資は、再び縮小した。 > インフレが大幅に鈍化し、BCBIは緩和的金融政策のサイクルを開始した。景気指標が脆弱になっていることから、レアルが米ドルに対して安定していれば、この動きは加速する可能性もある。 > 政府は社会保障制度改革案を議会に提出した。これが採択されれば、現システムを改善すると期待されている。 > 政府は引き続き政治改革と汚職防止に取り組んでおり、そのいくつかは既に議会で採決された。 	<ul style="list-style-type: none"> > 政治危機はまだ続いている > 為替レートとインフレが上昇に下方圧力
欧州		
ユーロ圏	<p>一時的要因と政治的リスクが衰えた影響で、回復がわずかに減速</p> <ul style="list-style-type: none"> > Q4の数字が良好だったため、当社は2017年の成長予測を（1.3%から1.5%へ）上方修正した。回復は継続し、それは信用や雇用サイクルの好調に支えられている。 > 2014年～2016年にかけての原油価格の下落やユーロ圏によるサポートがなくなったことに起因する、わずかな減速の可能性がある。 > ユーロ圏の政治カレンダーは予定が詰まっている（2017年のオランダ、フランス、ドイツの選挙、イタリアでの不確実な状況）、そして英国のEU離脱も企業に投資を延期する判断を促す。 	<ul style="list-style-type: none"> > 政治的リスク（目白押しの選挙一党体制派の台頭、英国のEU離脱） > 新興国経済および/または財政困難の波及。
英国	<p>経済は予想以上に良好だ。しかし、政治的な不確実性は2017年に妨げとなる。</p> <ul style="list-style-type: none"> > 欧州との関係についての将来の枠組みが不透明なため、それが経済的な圧力となるだろう。今のところ指標は楽観的だが、2017年には経済活動は低迷するだろう。 > 民間投資（企業、不動産）と消費は影響を受けるだろう。不確実性に加えて、彼らはポンド安によるインフレ上昇の影響を受ける。 	<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年の世界経済と通貨安定要因</p> <ul style="list-style-type: none"> > 当社は中国の経済安定性は2017年の終わりまで続くと思う。 > 中国の経済が安定する理由は、民間セクターの回復の兆しが見えるボトム・アップと、インフラ投資が政治移行の年である2017年の中国経済を安定に導くトップダウンの両方だ。 > 当社は中国のハードランディングの原因となる6つの要素を特定したが、中国はそのいずれも満たしていないと考える。中国は世界の債務や不動産バブルなどの問題を解決しようとするので、問題を遅らせることができる。 	<ul style="list-style-type: none"> > 2017年の世界経済の安定要因 > 2017年の世界的な通貨の安定要因
インド	<p>インド：2017年におけるアジアの着実な成長エンジン</p> <ul style="list-style-type: none"> > インドは着実な成長改善が出来る位置にいるが、障害がその通貨政策の不確実性と共に、あるべき成長の可能性の解放を妨げている。 > 2017年の穏やかなインフレは持続可能である。 > 当社は、RBIが予想以上に長く緩和政策を維持し、市場の予想以上の緩和をすと見ている。 	<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 > 控えめなインフレは持続可能である
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年の初めには内需に加速の兆しが見えた。消費はと実質賃金の上昇に支えられるべきである。中国の安定化と組み合わせると、景気刺激策と法人税の引下げは、サポート要因となる。 	<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2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:** 2016年4Qには設備投資が回復した。成長は引き続き内需に引導されている。しかし、雇用創出が好調であるにもかかわらず、賃金の上昇は停滞している。また、コア・インフレは年末に鈍化した。米国の予算と貿易政策の不確実性は変わらない。マクロ経済の観点では、バイアスは上方に向いている。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:** 世界貿易の低迷を考慮すると、賃金の上昇が持続的な回復の鍵を握る。財政政策は、引き続き成長の主要なけん引役となる。10年物国債レートをゼロに維持するという日銀の政策は、政府の戦略に更なる余裕を与えるだろう。注意して見る価値はある。
- ユーロ圏:** 回復は堅固となっている。調査によると、2017年の始めには経済は堅固となった。当社は、成長予測を0.2 p 上方修正し1.5%とした。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）が地域の脆弱性に残る。引き続き注意が必要だ。
- ブラジル:** Q3のGDPは前年同期比で-2.9%であった（Q2は同-3.6%）。Q2にプラスに戻った投資は再び縮小した。鉱工業生産は、11月に再び縮小（前年同期比で-1.1%）。これで33カ月連続の下落となった。当社は2017年0.5%後退の見通しを継続する。
- 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。当社は2017年に危機から脱出するシナリオを維持し、1%の成長を予測している。

平均年率(%)	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12月に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回金利を上げるはずだ。バランスシートの正常化が市場のテーマになるかもしれない。
- ECB:** ECBはQEを縮小ペース（€600億/月）で2017年12月まで拡張した。短期的にはいくつかの変更があるだろうが、政策理事会内の乖離がますます明らかになってきている。
- 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。

	03/02/2017	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	1.00	0.95	1.25	1.30
ユーロ圏	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
日本	-0.10	-0.20	-0.10	-0.30	-0.10
英国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25

長期金利の見通し

- 米国:** インフレ・ベース効果の継続は、長期金利を多少上昇させる。とはいえ、インフレの損益分岐率は「正常」レベルとそれ程の差はない。
- 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ブとなるだろう。
- 英国:** 厳しいEU離脱交渉の観点から、そしてイングランド銀行の政策の変更がないため、長期金利は現在の水準に留まると予想される。
- 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					
	03/02/2017	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	1.18	1.20/1.40	1.52	1.60/1.80	1.79
ドイツ	-0.74	-0.80/-0.60	-0.66	-0.80/-0.60	-0.64
日本	-0.23	-0.40/-0.20	-0.15	-0.40/-0.20	-0.08
英国	0.11	0.00/0.20	0.24	0.00/0.20	0.46

10年物 債券利回り					
	03/02/2017	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	2.44	2.40/2.60	2.60	2.40/2.60	2.74
ドイツ	0.42	0.40/0.60	0.53	0.60/0.80	0.65
	0.10	0	0.17	0	0.24
英国	1.36	1.40/1.60	1.56	1.40/1.60	1.70

通貨の見通し

- ユーロ:** ドイツの長期利回りの上昇とECBの政策の変化に関するうわさのせいで、リスクは上方に傾いた。
- 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。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:** ポンドの方向性は政治情勢によって決定される。

	03/02/2017	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	1.08	1.05	1.03	1.10	1.05
USD/JPY	113	115.00	118.00	110.00	117.00
EUR/GBP	0.86	0.90	0.86	0.90	0.85
EUR/CHF	1.07	1.05	1.07	1.00	1.08
EUR/NOK	8.85	8.70	8.74	8.50	8.66
EUR/SEK	9.45	9.20	9.41	9.00	9.20
USD/CAD	1.30	1.40	1.35	1.45	1.36
AUD/USD	0.77	0.75	0.72	0.70	0.72
NZD/USD	0.73	0.70	0.68	0.67	0.68