

アセット・アロケーション:アムンディの投資戦略

世界経済成長-そして中国-への懸念 そこに地政学的緊張が加わって 金融市場は困難なスタートを切った

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

新年は株式市場の急落と中国市場の取引打ち切りなど、昨年8月に起こった混乱の再来で幕を開けた。市場には昨年と同じ懸念がよみがえった。米国と世界経済成長の崩壊、中国経済の破壊的ランディング、FRBによる不適切な引締め策などだ。そしてイランとサウジアラビアの関係はどうか？ テロの脅威をどう抑制するのか？ 英国がユーロ圏を離脱 (Brexit) すれば、英国と欧州連合 (EU) との将来の関係はどうか？ 懸念リストは長くなるばかりだ！

新年の始めには、現在の主要トレンドを想起する価値があるだろう。2015年は、経済低迷および、新興市場と先進諸国間における、また米国とユーロ圏間における更なるデカップリング (分離) が顕著に現れた年だった。また、2015年は高いボラティリティ、為替レートの急激な変動、コモディティ価格の更なる崩壊.....信用スプレッドの上昇なども顕著に現れた年であった。確かに金利も、ユーロ圏の周辺国のスプレッドも低く維持されているが、スプレッドが拡大し流動性が低下したことで、社債が悪影響を受けている信用市場の状況はより複雑になっている。

全体的にみて、2015年に認識された重要なリスク要因は、程度の差こそあれ全て現実となったため、昨年は極めて重要な年であったことには疑いの余地がない。それらは欧州危機、新興市場の危機、世界経済成長の懸念、中国のハードランディングへの懸念、ボラティリティの再来、特定のリスク (ロシア、ブラジルなど)、コモディティ価格のさらなる下落、為替レートの急な再編や通貨戦争への恐れ、地政学的リスクなどだ。手短かに言うと、これは最悪のシナリオに似ている。

世界経済の成長鈍化は引続き懸念材料だ。確かに、世界のGDP成長率は2015年を通して3%を超え、5年連続の伸びを示した。しかし、多くの地域では再び低迷するという確かな兆しを見せている。これが中国で起こっていることだ。この傾向は別に新しいことではなく多くの点で必然だった。なぜなら、その原因は主に同国の経済モデルが変化していることと、人口動態の特徴に関連しているからだ。(2016年10月にはIMFの特別引当権SDRの構成通貨となる) **人民元**は、昨年の夏、大きな関心の的となった。2008年の金融危機以降、米ドル上昇と多くの新興市場通貨が下落したを背景を受けて、人民元が急激に上昇したこととことは、中国にとって大きな負担となってきた。また、新興諸国の景気後退は急激であった。世界貿易と (その価格がここ数年前から下落している) コモディティへの過度の依存は、多くの場合十分な国内需要と相殺されない。そのため、幾つかの大国 (ロシアやブラジルなど) は厳しい状況に追い込まれた。コモディティ消費国にとっては有利な展開となったが、これらの国々も新興国を襲った金融市場の混乱を回避することはできなかった。

さらに米国の景気低迷は明らかとなる。なぜなら、米国のビジネス・サイクルは欧州の先を行っており、FRBは金融引締めのミニサイクルを開始する準備

要点

新年は株式市場の急落と中国市場の取引打ち切りなど、昨年8月に起こった混乱の再来で幕を開けた。昨年と同じ懸念がよみがえった。当社は2015年に実体化した主要リスク要因を特定したが、2015年は間違いなく極めて重要な年だった (これが2016年に当社が慎重となる理由でもある) :それらは欧州の危機、新興市場の危機、世界経済成長への懸念、中国のハードランディングへの懸念、ボラティリティの再来、特定のリスク (ロシア、ブラジルなど)、コモディティ価格のさらなる下落、為替レートの急な再編や通貨戦争への恐れ、地政学的リスクなどだ。手短かに言うと、これは最悪のシナリオに似ている。実際、これらの要因すべてが、一挙にダイバージェンス (相違) を生み、資産クラスの見落としの機会を作った。

しかし、これは (必要な場合には) 今の状況がいかに脆弱であるかという、厳しい認識を新たにすることでもある。確かに (ユーロ圏周辺国のスプレッド同様) 利回りは低く維持されているが、スプレッドが拡大し流動性が低下したことで、社債が悪影響を受けた信用市場の状況はより複雑になっている。慎重さと共に、ダイバージェンス (相違) とデカップリング (分離) は、2016年の合言葉となるだろう。



2015年:間違いなく
極めて重要な年だった



世界経済の成長鈍化は引続き
懸念材料だ



をしている。そしてそれは経済成長の見通しに影響を与えるからだ。今年1月初旬のFOMCに、新しい決議権あるメンバーが何人か加わることに注意されたい。その中でもロレッタ・メスター（クリーブランド連銀）のような最タカ派は、FRBが2016年に一連の利上げを4回行うと信じている。4回はFRBのドットプロットをまだ信用していない市場のコンセンサス以上だ。2016年に景気後退のリスクが大きくなれば、ジャンネット・イエレン議長は2014年や2015年に比べてより多くの内部分裂を解決せざるを得なくなるだろう。ひいき目にみても、米国経済はその潜在的成長に留まるだろうが、その成長率は生産性上昇が脆弱なため、ここ数年低下している。

2015年のもう一つの特徴は**世界貿易の低迷**であった。この低迷は主に新興諸国に関連している。あらゆる兆候から見て、グローバル化は地盤を失っている。これは 比較的新しい兆候だ。国内成長の誘因は再び重要となる。これはカントリー・リスクが再び重要な要因となることを意味する。

ユーロ圏の場合は少し特殊である。困難な数年間を経て、同地域は（短期および長期金利の）低金利環境、継続的な金融デフラグ・プロセス、より緩和的経済・財政政策、ユーロ安、いくつかの国にとってはより強固な国内成長誘因の回復などから恩恵を受けている。確かに経済成長は目を見張らせるほどではないが、その潜在性に近く、その内訳はようやく楽観的な材料となっている。2015年のギリシャ危機はポジティブな結果で終わったが、その歩みは遅く、政治レベルでは非常に複雑であったことに注意するべきだ。これが欧州株式のパフォーマンスが米株式よりも優れている理由だ。

2015年には、**政治的、地政学的リスク**が再び表面化した。リスクな選挙（ギリシャ、ポルトガル、特にスペイン）、複雑な政治状況（ブラジル、トルコ）、およびテロ攻撃（特にフランス）などが、再び現状の脆弱性をむき出しにしている。その影響についてはまだ完全に把握されていない。イランとサウジアラビア間の緊張が、2015年末-2016年始めにかけて再浮上した。この2国間の政治的、外交的、宗教的緊張については、長い間知られているが、危機は新しい局面に入った。

イランとサウジアラビア間の緊張で、1月上旬には**原油価格**が上昇した。しかし勘違いしてはいけない。サウジアラビアが経済緊縮策への舵をとるくらいだから、今のところ上昇する誘因には乏しい。同国には今では収入源の多様化と支出削減の計画が持ち上がっている。つまり、すでに開始された経済モデルの変更が加速されるということだ。これは、実際にはかなりの前から行われていることなのだが、成果はまちまちである。しかし今回は選択肢が残されていない：同国の財政赤字比率は900億ユーロまたは、GDPの約15%である。水道と電気料金の70%の引上げと石油製品の80%の引上げが予定されている。IMFはサウジアラビアが5年後に外貨準備金を使い果たすことを心配している。したがって、これは緊急の課題である。サウジアラビアはジレンマに巻き込まれた：原油の在庫量が過去最高レベルにあり、イランへの経済制裁が解除されればイランが原油市場に復帰するということを知りながら、財政赤字を抱えるサウジアラビアが、原油価格の上昇を期待して、原油生産を削減する（つまり税収減を受け入れる）決定をすることができるのか？ 少なくとも短期的にはその決定はありえない。従って、低い原油価格は少なくともあと数か月維持されると考えるのが正当だろう。

純粋に経済的観点から言えば、昨年は **先進国からの新興国の急速なデカップリング**が顕著となった年だった。これにより新興諸国では不安が広がったが、コモディティ消費国には好材料となった。同時に（知名度が高い）先進国では、国内での外国企業による直接投資（FDI）は流出せず、それに関する金融資産のパフォーマンスには無傷だった。

“ 米国：景気低迷はすぐに明らかになる ”

“ 世界貿易の低迷は、継続的な景気低迷の代表的な要因である ”

“ ユーロ圏 vs. 米国：2015年はユーロ圏に有利な年となった ”

“ 地政学的リスクが最前線に戻ってきた ”

“ 原油価格には下方圧力がかかっている ”

“ デカップリングとダイバージェンス.....2015年の合言葉 ”

このような背景から、**金融政策は広い範囲で緩和的で金利は低く維持されている**：非標準的な金融政策が、中国、日本、そしてユーロ圏で採用されている。多くの新興国でも、金利をの引き上げが始まった、または近い将来採用する計画がある。FRBが、金融引き締めサイクルを開始した唯一の中央銀行である。不安定なマクロ金融や（過剰とみなされた）ドル高によって、一年中阻止されたがついに実行に移した。FRBは経済成長に対するポジティブなメッセージを送り、その行動範囲を回復するために、利上げを実行したかったのだが、実際には発表したことを実行するには12月まで待つことを余儀なくされた。結果的に、FRBは年末にFF金利を25bp引上げたが、同時に注意を促した。一方、ECBはその金利への（直接・間接的な）行動によって、間違いなく企業が借入れを行うための適切なアクセスを再提供した。しかし、そのことで債券市場の流動性が不足する事態も起きている。ECBは少なくとも2017年3月末までは、資産購入プログラムを継続するだろう。

簡単に言えば、中央銀行、特にECBの行動により、ユーロ圏は非常に低い金利環境となっており、11月下旬には地域の信用市場のほぼ25%がマイナスのリターンを記録した。しかし、次のことに注意してほしい。2015年は信用市場には良い年ではなかった。これは（コモディティ価格の下落と自国通貨安により痛手を受けたいくつかの新興国を除いては）突然起こったことではない。しかし年末には信用スプレッドは上昇傾向で終了した。iTraxx Main指数は+14bp、iTraxx Senior Financial は+9bp（77bpまで上昇）、iTraxx Subordinated Financials は+5bp（155bpまで上昇）であった。ハイイールド債は、この環境でよく持ちこたえた（スプレッドは30bp 縮小（315bp となった））。

では、この環境の中で何をすべきか？

5つの重要なポイントは次の通り。

- **これらの急激な景気後退は全て、インフレへの期待と金融政策に影響をもたらす。**「インフレ・ヘッジ」のために、インフレの回復と相当な金利に賭けることは困難であるが、これは今まで見過ごされてきた。引締めサイクルに賭けることも困難だ。
- **デカップリングとダイバージェンスは相対価格と相対的な魅力という面で機会を創造する。**デカップリングの効果はドル高と米国と欧州間の（長期・短期の）金利スプレッドの拡大である。ダイバージェンスの効果はリスクが前面に戻ってくることだ。それらはカントリー・リスクと特定リスクである米国のハイイールド・セグメントのエネルギー業界は（欧州の同業者に比べて）2015年の最も顕著な例の一つであった）。
- **ストレス期間は、見落とされた地域や資産クラスを産みだす。**現在の見落とされた - または過小評価された - 資産は、新興国の資産とインフレ連動資産である。前者は後者と比べると短期的により魅力的だが、これはインフレが全くないことに起因する。
- **当社の全体的な戦略は「慎重さ」が支配している。**成長見通しの下方修正はまだ終わっておらず、現在の地政学的な状況は、これまでよりも混乱を起こしやすい。非常にローカライズされた欧州危機とは対照的に、ここでのリスクはグローバルでよりシステミックなリスクだ。
- **債券市場における流動性の低下は引続き懸念となっている。**当社は1年以上もこのことを主張し続けてきた。中央銀行の非伝統的な金融政策と規制制限、主要投資家のポジション（債権とスプレットをロング）が似通って



FRB vs. ほぼ世界中の他国



2015年：
信用の弱気相場の始まり？



当社の全体的な方向性は変わらない。しかし現状を考慮して慎重を期す



いたこと、リクイディティ・プロバイダーの数が減ったことなどが、ボラティリティがすでに高くなっていた債権市場へのリスクを増加させた。

債券市場では：

- 当社は、国債のロング・ポジションを維持している。キャリー・トレード効果は、引き続き為替レート効果を相殺すると見ているからだ。社債市場はゾーン、国、セグメント、セクターや発行体間で、強いダイバージェンス/チャンスを提供している。ボラティリティが高くなったことは、限られた期間、金利が反発する状況を産み出すが、現在および将来の金融政策と現在のデフレ圧力を考慮すれば、金利と債券利回りの上昇は長くは続かない。当社は、新興市場の債券のロング・ポジションを構築し始めた（まずはハードカレンシー建ての債務）。我々はこの戦略を維持する。

株式市場では：

- 当社は、次のような全体的な方向性を変更するつもりはない。i) 内需へのエクスポージャー、ii) デカップリング、または少なくとも米国、日本、ユーロ圏間の満期の違いに、焦点を当てる（金利上昇の順に）、iii) 低金利環境を活用する — これは配当金の分配や自社株買いを促進する。iv) 見落とし、または過小評価されているものすべてに焦点を当てる。

アセット・アロケーション 短期的な見通し



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

ポートフォリオのタイプ

株式ポートフォリオ

- ポートフォリオのベータはほぼ1
- ユーロ圏と日本を選好
- 米国をアンダーウェイト
- 新興市場：国を選択がカギ
- 新興市場では：
 - インド、タイ、ペルー、ヨーロッパ、メキシコをオーバーウェイト
 - 中国、インドネシア、韓国、ロシアはニュートラルを維持
 - マレーシア、台湾、チリ、コロンビア、ギリシャ、トルコのアンダーウェイトを維持

債券ポートフォリオ

- 信用のオーバーウェイトを維持。IGとHYには大きなコールはない。
- イールド・カーブ・フラットニング取引
- ユーロ中核国に対して米国を選好
- 新興国債券：
 - ハード通貨の債務を選好（米ドルをロング）
 - ケース・バイ・ケースで各地域の債務を選好
 - 新興市場ではテーマによる投資を
- USDのロング/JPYのショート
JPYのロング/ユーロのショートを維持

分散ポートフォリオ

- ユーロ圏を選好、日本と米国はニュートラルを維持
- 新興国株式の中ではインドを選好..... 新興市場には慎重を期す
- 社債には特に慎重に：米国HYよりもユーロHYを選好 米国IGよりもユーロIG（流動性）を選好
- ユーロ圏中核国と比較して、周辺国ソブリン債のオーバーウェイトを維持
- 米国のイールド・カーブのフラットニング・ポジションを維持
- ハード通貨建ての新興市場債券を削減
- USDのロング/JPYのショート
JPYのロング/ユーロのショートを維持

リスク要因

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

以下の表は、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]FRBが方向性を間違った場合は？

[確率] 15%

分析 FRBの決定の解釈を間違えることは大きなリスク要因である。FRBは十分注意が必要かもしれないが、委員会内の意見の相違は、クリーブランド連銀のロレッタ・マスターのような新しい決議権あるメンバーが加わったことで、FRB内の意見の相違が目立つようになった。マスターはFRBが2016年には金利引上げを4回行うべきだという意見を表明しているが、このような意見は、市場や何人かのハト派のFOMCメンバーと共有されているわけではない。ここ数年間、中央銀行は金融政策の変更に対応できるよう、金融市場や経済の準備の練習をしてきた。しかし、7年間実施されてきた超緩和的な金融政策の方向性が転換されることは、特別な重要性をもつ。当社の評価では、現時点では引締めや金融政策の正常化は必要ではない。そして、この見解は金融市場で大筋共有されている。現在の環境では、コミュニケーションのエラーは有害となる。中国と「新興諸国」における状況も慎重を期すことを求める理由だ。利上げが時期尚早に行われたり、正当な根拠なく実施された場合、金融市場が十分に反応しないことを懸念する。

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

[リスク #2]中国経済のハードランディング

[確率] 20%

分析 現在の中国問題(1月の最初の数日間にはまだ明らかだった)は、過去の新興市場におけるストレスに比べてはるかに深刻である。それには、少なくとも次の2つの理由がある。中国は現在、世界のGDPの13%を占めており、同国の総債務はGDPの250%に相当する(2008年の金融危機の前は、GDPの150%だった)。中国の経済モデルは活力を失いつつある。過剰貸付け、債務膨大、シャドーバンキング・システムの規制が不十分で、産業競争力が失われ、生産性が伸び悩み、潜在的な成長が低下している。問題は将来および潜在的な成長率が低迷するかどうかではない。鈍化することは分かっている。重要なのは、成長リスクが中国の潜在的成長率を下回る(または大きく下回る)ほど急激に減速するかどうかだ。言い換えれば、中国が大規模な経済危機に直面するかどうかということである。中国政府はこれまで、このような悪影響に対抗する手段を持っていることを誇示していた。それらは金融、財政、予算への刺激策、人民元の非交換性、資本流出の制御、そして必要であれば株式市場を閉鎖するなどだ。しかし、中国経済の景気後退がより深刻になれば、すでに世界中で拡大しているデフレ圧力が増すことになる。

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

[リスク #3]世界経済成長の崩壊

[確率] 20%

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

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

[リスク# 4] 人民元の大幅な切り下げ

[確率] 10%

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

リスク要因

市場への影響 市場が広範囲にわたって下落する。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。通貨の上昇を防ぐため、金融政策は緩和的とならざるを得ない。これは ユーロとおよび欧州経済への打撃となる。なぜなら新興市場通貨は、その有効率の70%以上を占めるからです。

[リスク #5] 新興国経済の減速が継続する（コモディティ価格の再下落）

[確率] 20%

分析 コモディティ価格の下落、中国経済の鈍化、および米国の金融政策の転換は全て、新興市場にとっては1997年～1998年の危機（新興市場全体が崩壊した）の再来を懸念する要因である。実際、米国のQEプログラム終了以来、新興市場は圧力にさらされていることを我々は認識すべきだ。これまではアジア諸国が唯一、中国経済の好調さと困難を克服する能力によって、その圧力に逆らうことが出来ていた。企業の債務不履行や主要経済指標などにより、市場では時折では注意が促されたものの、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）によって、最終的には是正されたものだ。しかしここに来て、状況はより複雑になり、アジア市場はヨーロッパや中南米に続いて急落した。経済予測は一定の間隔で下方修正されており、国内需要が破壊され、経済政策の効果がなくなることがリスクである。

市場への影響 このシナリオは現在の状況の確認であり、この状況は更に悪化している：新興諸国は着実に低迷しており、先進国は回復を継続している。このような環境の中で先進国が完全に孤立するとは信じ難いが、コモディティ価格と新興国通貨の下落が続き、新興諸国から資本が流出することは確実と見る。資産クラスは、先進国のそして安全な資産を選択すべきである。

[リスクの#6] 新たな欧州危機

[確率] 5%

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

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

[リスク#7] 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支配は、債券市場を「消耗」させた。ポジションやポートフォリオを閉じるには、より多くの時間を要する（イングランド銀行によれば、2008年の金融危機前と比べると7倍の時間がかかる）。

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

[リスク # 8] 金融市場が長期金利の見通しを誤る

[確率] 70%

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

リスク要因

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

[リスク #9] 政治と地政学的リスク

[確率] **70%**

分析 2015年は、政治的にも地政学的にも苦難の結末だった。シリア、「イスラム国」、テロ、および移民の流入は、特に欧州において各国間の外交関係を弱める原因の一部となっている。そして、ブラジルやトルコなどの国の政治状況は、この環境を緩和するには程遠い。「イスラム国」との闘いについての各国のコミットメント（最も重要なのはどのようなコミットメントかだが）は、今議論中であるが、これは2016年も同様の状況となるだろう。2016年の初頭には、イランとサウジアラビア間の緊張が懸念されている。

市場への影響 今のところ広範な危険はないようだが、緊張とボラティリティは定期的に急増する。現在の政治的リスクは明確で特定されている。しかし、これは金融市場の成長見通しや方向性に影響を与えるのに十分ではない。現段階では確かなものは何もない。

[リスク #10] 英国の欧州連合離脱

[確率] **50%**

分析 2015年に再選されたデービッド・キャメロン首相は、2017年末までに（2016年10月?）、EU に留まるかどうか（英国の離脱= Brexit）についての国民投票を実施すると発表した。もし英国（イングランド、スコットランド、ウェールズ、および北アイルランド）が、EU を離脱する選択をした場合、次の2つの主要シナリオが考えられる。シナリオ1（最も有利で可能性が高い）では、英国はメンバーではないが欧州連合(EU) と貿易協定を結んでいるスイスと同様の立場となる。シナリオ2（最も不利）では、英国とEU との全ての絆が消滅する。貿易量とコストが影響を受けるであろう。特に金融サービス、化学、自動車、EUと高度に統合されているすべてのセクターではそれが顕著となる。EU諸国への影響はそれほどでもない。一番影響を受けるのは、英国との関係が特に強いアイルランドだが、ルクセンブルク、ベルギー、スウェーデン、マルタ、キプロスも影響を受けるだろう。英国を「失う」ことは、EU 予算への貢献額を調整する必要があることに注意すること。当然そのことで最も影響を受けるのは、一番貢献度が高いドイツである（単純に比例計算した場合、ドイツの出資金は2.2億ユーロ増、フランスは19億ユーロ増、イタリアは14億ユーロ増となる）。

市場への影響 現在のところ「Brexit」のシナリオは50%の確率だが、（離脱の場合）ソフトな離脱シナリオは75%である。いずれの場合にも、特に「ハード離脱」の場合は、英ポンドが下落し、英国経済の長期GDPが低下する。この2つの要因は金融政策の現状を長引かせる。英国の輸出の50%は、欧州連合 (EU) 向けだ。また、英国は、EU、カナダ、米国、日本、インド、シンガポール、マレーシアなどとの間で交渉されている貿易協定の恩恵を受けられなくなる。

マクロ経済状況

		1月	リスク要因
南北アメリカ			
米国	回復は2016年～2017年に減速する。金融引き締めは非常に慎重となる。 <ul style="list-style-type: none"> > 回復は雇用市場の改善、原油価格がそれほど高くないことによる消費への好影響、住宅の需要増加に牽引される。賃金の上昇はまだ確認されていない。産業界はいまだに、ドル高、エネルギー部門における原油価格の下落、新興国の減速からの圧力を受けている。 > 2016年～2017年には、主に雇用創出が減速（経済はほぼ完全雇用）、そして原油価格下落に誘引された購買力が消失し、外的環境は勢いが無い状態が続くだろう。 > FRBは非常に限定された回数での利上げを継続するだろう。 	<ul style="list-style-type: none"> > 潜在的な成長は、今後しばらくは妨げられる可能性（「世俗停滞」）がある > 過度のドル高 > 新興諸国の問題が広がりを見せるだろう。 	
ブラジル	<ul style="list-style-type: none"> > ブラジルの経済の状況は、政治危機の悪化と共に引き続き悪化の一途をたどっている。 > 財務大臣が変わったことで、それ程規模が大きくなくより緩やかな予算の統合が出来るだろう。それはブラジル中央銀行への圧力となるだろう。 	<ul style="list-style-type: none"> > 債務の貨幣化 > ポリシーミックスの緩和 	
欧州			
ユーロ圏	緩和的金融政策および財政政策に牽引されて、回復は継続する。 <ul style="list-style-type: none"> > Q3及びQ4には経済回復は着実に前進したが、これは比較的悪化した外部環境（新興諸国の減速）と新しい政治的不確実性にもかかわらず、内需の改善（投資はまだ不十分であるため、特に消費と公的投資による）に支えられたものだ。 > 金融改善措置、緊縮政策、および構造改革がもたらした利益は、回復を維持するであろうし、2016年にはそれよりも少し楽観的になることも可能だ。2014年～2015年に起こった原油価格の下落とユーロ安は、引き続き有益な役割を果たす。 > 2015年12月にその非伝統的な政策を延長した後も、成長やインフレ・データが期待はずれであった場合、ECBはもっと多くの政策を採る準備がある。 	<ul style="list-style-type: none"> > 新興国の経済および/または財政への困難さの波及 > デフレ圧力の増加 > 政治的リスク（2015年の選挙での反組織的な党の台頭） 	
英国	2016年には、緊縮政策とBrexitの可能性に関する不確実性からわずかに減速するだろう <ul style="list-style-type: none"> > 成長はやや鈍化したものの、失業率は引き続き低下している。 > ほんの数ヶ月前と比べるとトーンダウンしたとはいえ、財政赤字の削減を目的とした緊縮政策は2016年の成長に多少のブレーキをかけるだろう。またBrexitについての国民投票の約束から来る不確実性がビジネス環境に影を落とすだろう。 > 英国経済はほぼ完全雇用状態であるため、2016年には主要金利利上げの可能性はある。しかし、Brexitについての国民投票があるため英中銀は慎重になるだろう。 	<ul style="list-style-type: none"> > GBPの上昇 > 財務および国際収支の赤字はまだ非常に高い。 > Brexitについての国民投票は2016年（または2017年）に実施される 	
アジア			
中国	中国：世界の資本市場の安定剤、そして2016年の世界経済の成長エンジン <ul style="list-style-type: none"> > 当社は中国経済が2016年には狭い範囲で底入れする可能性が高いという見解を維持する。 > 積極的な金融、財政、不動産、および投資政策を考えると、中国の資本市場の流動性は十分と言える。したがって、中国は世界の資本市場の安定剤となる。 > 2016年には、中国は特に供給と需要サイドでより多くの改革を実行するだろう。 	<ul style="list-style-type: none"> > 世界の資本市場の安定剤 > 世界経済の成長エンジン 	
インド	インド： アジアから2016年の世界経済のための成長エンジン <ul style="list-style-type: none"> > 有利な要因には次が含まれる。モディ効果、低い原油価格が、続く、グローバルなディスインフレ環境。これらは RBIが緩和的政策をとるに十分だ。 	> インド経済は上向き準備が出来ている。	
日本	内需は有利なポリシー・ミックスの支援を受けて、改善すると予測する。 <ul style="list-style-type: none"> > 日本は2015年に不規則に成長した。これは中国に関する不確実性の影響を受けたこと、消費税の引上げに直面している消費者の価格への適応が困難になっていることに起因する。 > 賃上げと新たな投資で、2016年には改善のための道が開かれるだろう。企業は法人税の減税から恩恵を受ける。 > 日銀は支援を強化するだろうが、更なる円安を避けようとするだろう。 	<ul style="list-style-type: none"> > 中国の景気減速へのエクスポージャー > 政治的不確実性（2016年半ばに参議院選がある） 	

マクロ経済と金融市場の見通し

マクロ経済の見通し

- 米国:** 拡張局面はまだ終わっていない。労働市場はさらに向上し、経済環境は引き続き消費の継続的な上昇に資するだろう。対照的に、国際的なエクスポージャーが高いセクターでは、ドル高と新興市場の低迷に苦しんでいる。
- 日本:** デフレからの脱却は遅い。家計が物価上昇に適応する必要がある。持続的な回復へのカギとなるのは賃金の上昇だ。しかし、中国経済の減速が企業の景況感を引き下げている。
- ユーロ圏:** 回復は継続するがゆっくりである。国内リスク（デフレとギリシャ危機）は後退したが、外的リスク（新興市場の低迷へのエクスポージャー）が高くなっている。投資の回復はまだ全く不十分。
- ブラジル:** Q2の-3%からQ3には-4.5%と、ブラジル経済はさらに深い不況に突入している。経済的・政治的背景の悪化を考慮して、当社は2015年と2016年の成長予測を、-3.0%（2015年）と-2.0%（2016年）へと引き下げたことを留意。同国の政治危機は、原油価格のさらなる低下と相まって、財務大臣の辞任でピークに達した。これは不況を悪化させる可能性が高い。1月初めにおける、当社の2015年、2016年、2017年の予測は、それぞれ-3.5%、-2.5%と2015年で下振れリスクがある。
- ロシア:** Q3のGDP成長率は-4.1%で、Q2（-4.6%）からわずかに改善した。ロシア経済はどん底に入ったように見受けられるが、当社は2015年（-4.5%）に続いて、2016年には-1.8%と言う深刻な不況シナリオを維持する。結局のところ、いくつかの内的および/または外部要因が、2016年には同国経済をプラスに成長させる回復させる可能性が高い。

年率平均 (%)	実質GDP成長率 %			インフレ (前年比CPI)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
米国	2.4	2.2	1.8	0.2	1.8	1.9
日本	0.7	1.6	0.9	0.5	0.8	1.4
ユーロ圏	1.4	1.5	1.4	0.0	0.9	1.5
ドイツ	1.6	1.6	1.5	0.2	1.3	1.7
フランス	1.1	1.2	1.1	0.1	0.8	1.3
イタリア	0.8	1.2	1.4	0.2	0.6	1.1
スペイン	3.1	2.3	1.5	-0.4	0.5	1.0
英国	2.4	2.2	2.2	0.2	1.4	1.7
ロシア	-4.5	-1.8	1.0	15.8	10.0	8.5
トルコ	2.9	2.6	3.0	7.4	7.5	7.0
中国	6.5	6.0	5.8	1.5	1.2	1.0
インド	7.2	7.4	7.2	5.2	5.4	5.0
インドネシア	4.8	5.0	4.8	7.0	6.8	6.8
ブラジル	-3.5	-2.5	-0.5	9.0	7.0	6.5
先進国	1.8	1.9	1.7	0.3	1.4	1.7
新興諸国	3.9	4.0	4.3	4.4	4.0	3.8
世界	3.0	3.1	3.1	2.6	2.9	2.9

主要政策金利の見通し

- FED:** FRBは12月にその金利引き締めサイクルを開始した。引締めサイクルはゆっくりで、その振れ幅は制限されるだろう。
- ECB:** ECBは2017年3月までのQEを拡大し、PSPPを地方自治体の債務証券にまで拡大した。ECBは預金金利を-0.30%へ引下げたが、主要なショックがあった場合のみ更に切下げられるだろう。ECBはゼロ金利政策を何年間にも渡り維持するだろう。
- 日銀:** 日銀は質的および量的緩和 (QQE)を急速に進める意図はないようにみえる。
- 英中銀:** 英中銀の最初の利上げは2016年後半に行われるだろう。

	8/01/2016	当社予想 6カ月先	コンセンサス Q2 2016	当社予想 12カ月先	コンセンサス Q4 2016
米国	0.50	0.75	0.90	1.00	1.30
ユーロ圏	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
日本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
英国	0.50	0.50	0.70	0.75	1.00

長期金利の見通し

- 米国:** 米国の長期利回りの上昇は非常に制限される。米国のイールド・カーブは引き続きフラットとなる。
- ユーロ圏:** ECBのQEにつながる長期利回りへの下方圧力はしばらく続く。長期利回りは現在の水準近く維持されるべきだ。
- 英国:** 英国の長期金利の上昇はゆっくりで制限される。
- 日本:** 日本のイールドカーブはすべて日銀がコントロールしている。量的緩和が続く限り、金利が大きく動く理由はない。

2年物 国債利回り予想

	8/01/2016	当社予想 6カ月先	コンセンサス Q2 2016	当社予想 12カ月先	コンセンサス Q4 2016
米国	0.94	1.00/1.20	1.41	1.20/1.40	1.74
ドイツ	-0.39	-0.40/-0.20	-0.06	-0.40/-0.20	0.00
日本	-0.02	0.00/0.20	0.01	0.00/0.20	0.03
英国	0.50	0.60/0.80	1.05	0.80/1.00	1.55

10年物 国債利回り予想

	8/01/2016	当社予想 6カ月先	コンセンサス Q2 2016	当社予想 12カ月先	コンセンサス Q4 2016
米国	2.15	2.20/2.40	2.59	1.80/2.00	2.82
ドイツ	0.51	0.40/0.60	0.68	0.40/0.60	0.96
日本	0.23	0.20/0.40	0.37	0.20/0.40	0.49
英国	1.76	1.80/2.00	2.25	1.80/2.00	2.51

通貨の見通し

- ユーロ:** QEの実効は、引き続きユーロを圧迫するだろう。
- 米ドル:** ドル高となる余地は比較的制限されているが、ドルは少し上昇するだろう。
- 日本円:** 中国は人民元高を制限する意図があるが、日銀は更なる緩和政策に抵抗している。それらを考慮すると円安とはならないだろう。
- 英ポンド:** ユーロに対して緩やかに上昇。英中銀が躊躇していることと、Brexitへの懸念から、積極的なロング・ポジションには選好しない。

	8/01/2016	当社予想 6カ月先	コンセンサス Q2 2016	当社予想 12カ月先	コンセンサス Q4 2016
EUR/USD	1,09	1,05	1,05	1,05	1,07
USD/JPY	117,90	120,00	123,50	120,00	125,00
EUR/GBP	0,75	0,73	0,70	0,70	0,70
EUR/CHF	1,09	1,10	1,09	1,10	1,11
EUR/NOK	9,69	9,50	9,37	9,30	9,42
EUR/SEK	9,27	9,15	9,27	9,10	9,47
USD/CAD	1,41	1,45	1,37	1,50	1,34
AUD/USD	0,70	0,65	0,70	0,65	0,70
NZD/USD	0,66	0,60	0,63	0,60	0,63