



Vincent MORTIER
Group Chief Investment
Officer



Anna ROSENBERG
Head of Geopolitics –
Amundi Investment
Institute



Didier BOROWSKI
Head of Macro Policy
Research – Amundi
Investment Institute

**Other contributors from
Amundi Investment
Institute:**

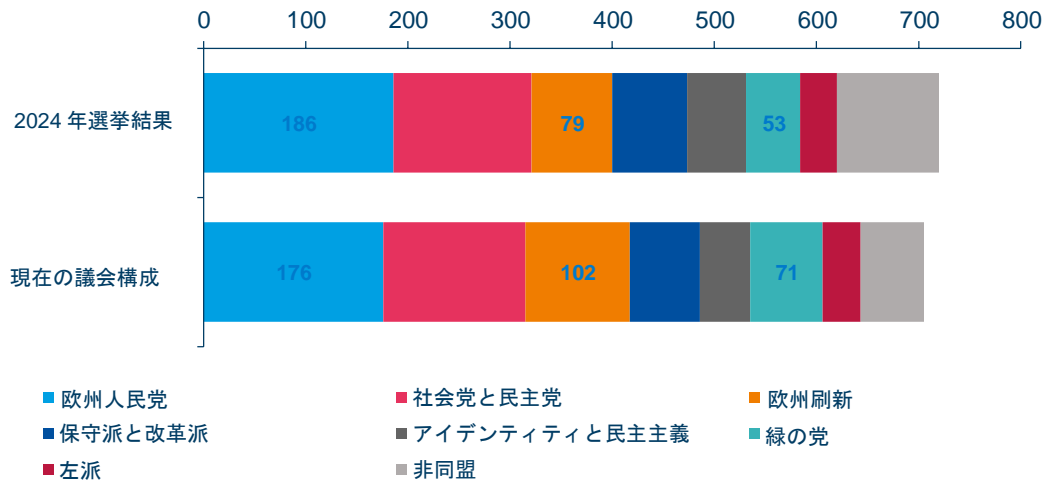
- *Federico Cesarini, Head of DM FX*
- *Valentine Ainouz, Head of Global Fixed Income Strategy*

- **選挙の結果:** EU の選挙は、欧州人民党 (European People's Party、EPP) などの中道政党が引き続きリードする形で幕を閉じた。しかし、アイデンティティと民主主義 (Identity and Democracy、ID) や欧州保守改革党 (European Conservatives and Reformists、ECR) といった極右政党の存在感も欧州議会で増すこととなった。極右政党は新たなグリーン政策を遅らせようとする可能性があるが、すでに法制化された既存の気候変動規則を覆すには至らないであろう。
- **次期欧州議会の優先課題:** 新たな欧州委員会は、気候変動規制の効率化などの優先課題に重点を置くであろう。安全保障と防衛、そして EU の地政学的位置づけは、新たな欧州委員会の最優先課題となるであろう。
- **欧州のチャレンジとチャンス:** 欧州には活用可能な強みがある。EU 経済の中期的なチャレンジ (人口動態の悪化、研究投資の低迷など) を克服し、成長ペースを維持するためには、経済・金融統合を強化し、財政ガバナンスを改善し、資本市場統合を強化する必要がある。
- **フランスの解散総選挙:** マクロン大統領の今選挙実施の決断は、極右以外の野党の協力を得て、より安定した国内政策立案を追求するという点でプラスに働く可能性がある。加えて、欧州の選挙とは大きく異なる国内の選挙において、投票率が向上する可能性があることも、マクロン大統領にとってメリットとなるであろう。極右政党が政権与党の過半数 (および首相のポスト) を確保できたとしても、フランスの外交、欧州政策、国防政策を主導するのは大統領である。実際、外交政策と軍事問題はフランス大統領の「ドメヌ・リザーブ (不可侵領域)」であるため、選挙結果にかかわらず、そこでの安定性に懸念はない。フランス大統領は、また、公的部門における最高幹部の重要な任命権者でもある。チェック・アンド・バランス、憲法裁判所と行政管轄権、そして中道右派が支配する上院は、憲法、国際条約、欧州、その他フランスがコミットしている法的義務、市民的自由に関連する公的機関の独立性を遵守、確保するため、引き続き、政府の決定をコントロールする。
- **欧州とフランスの経済見通し:** EU の選挙は経済環境が改善する中で行われたが、国やセクターによってはバラつきがある。フランスの GDP 成長率は、昨年後半に急減速したが、今後は堅調な家計消費を背景に緩やかに回復するであろう。財政赤字は、対 GDP 比では依然高いものの、2023 年の水準からは若干低下するであろう。
- **投資への影響:** マクロン大統領による突然の解散総選挙の決定によって、フランスの株式市場および債券市場のボラティリティは上昇した。フランスの予算状況は引き続き注目される。フランスの国債市場は、引き続き、流動性が高く、また、ECB が追加利下げを実施するまでは、金利は高止まりするであろうと投資家が覚悟していることも支援材料となるであろう。ユーロについては、短期的には慎重だが、構造的な弱さは見られない。

先般の EU の選挙結果は？

2024年6月6日から9日にかけて、2024年欧州議会選挙が行われた。その結果、中道政党が連立を組むことが可能な状況となった。欧州人民党 (EPP) は議席を伸ばしたが、同時に、アイデンティティと民主主義 (ID) や欧州保守改革派 (ECR) といった極右政党も議席を伸ばした。

欧州人民党(EPP)がリードする一方、欧州刷新(Renew Europe)と緑の党は後退



出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、Politico.eu、2024年6月11日現在。

極右政党はEUの政策立案にどのような影響を与える可能性があるか？

「極右政党は新たなグリーン政策を遅らせようとする可能性があるが、すでに法律となった既存の気候変動規制を覆すには至らないであろう。」

極右的な意見を持つ欧州議会議員(MEP)は、財政政策(緊縮派もいるが、そうでない議員もいる)や外交政策(反ロシア派もいる)など、多くの問題で意見が分かれているが、初めて政策決定に影響を与える可能性が出てきた。しかし、極右政党やその代表は、移民対策や環境政策の遅延におけるスタンスでは一致している。移民対策については、EUは近年すでに政策を強化しているため、これ以上やることはないであろうと考えている。

極右勢力の主な焦点は、EUのグリーンへの取り組みを抑制することであろう。例えば、EUの主要な排出規制手段である排出量取引制度(ETS)の対象を、2027年以降、建物や道路交通にも拡大する計画があるが、欧州議会の新しい勢力図を考えると、ETSの範囲が拡大されるとは思えない。新欧州議会が、すでに法制化された気候変動規則を覆す可能性は低い、次期議会が新たなグリーン政策を追求する可能性も低い。

その他の分野で、次期欧州議会と欧州委員会に期待すべきことは何か？

長年にわたり気候変動政策を優先してきた結果、今後は気候変動規制の競争力と効率性に焦点があたることになろう。中道派の欧州人民党や欧州刷新を含め、多くの政党が規制の緩和を望んでいる。したがって、極右は、中道派と意見が重なる分野で最大の影響力を持つことになろう。今後数年間、EUレベルでの言論を支配するであろう政策は、防衛と地政学、経済安全保障、保護主義、国家補助、サプライチェーンと経済依存関係の脆弱性、サイバーセキュリティなどである。

当然のことながら、地政学的话题は、特に米国の次期選挙と中国との競争の中で、引き続き注目されるであろう。欧州は貿易面で米国や中国に大きく依存しているため、欧州が米国や中国を排除する可能性は低いと思われる。保護主義的な暴言や象徴的な措置はあっても、トランプ政権の誕生を前に中国と深刻な貿易戦争を始めることは政治的に意味がないと考える。

競争力を維持するため、EUはさまざまな政策に取り組む必要がある。産業政策では、EUは技術の外部への依存の克服に焦点を当てるべきである。それができなければ、今後数年間、EV分野以上のもものが危険にさらされることになる。

エネルギー・気候政策に関しては、欧州委員会は、安価で安全かつ持続可能なエネルギー供給を確保しなければならない。そのためには、グローバルなエネルギーパートナーシップが必要である。欧州委員会はまた、気候変動に関する公約を強化しなければならない。EU加盟国は、特に化石燃料への補助金(エネルギー危機によって化石燃料の消費量が増加)を段階的に廃止し、脱炭素化への取り組みを強化しなければならない。次期欧州委員会は、前政権が承認した現行法に沿って、温室効果ガスの排出削減と再生可能エネルギーの促進に引き続き注力することになるであろう。グリーンエネルギーの分野では、欧州委員会は再生可能エネルギーの生産能力を開発・強化する可

能性がある。リパワーEU (REPowerEU) のような投資手段だけでは十分ではなく、エネルギー協力の強化が重要である。

最後の、しかし、重要なポイントは、EU は安全保障と防衛において地政学的な要素も踏まえて対応する必要があるということだ。欧州の防衛産業の強化が優先課題となっているが、弾薬や装備を買い揃えるだけでは不十分で、欧州は増大するニーズに対応できる産業基盤の整備が必要となっている。

欧州における主なチャレンジとチャンスは何か？

欧州に活用可能な強みがある。EU 諸国は経済的に非常に多様であり(各国には、それぞれ異なる専門性がある)、また、家計の金融貯蓄が非常に高水準である(EU では 35,000 億ユーロ以上と推定)。

また、短期的な見通しも改善している。EU 経済の成長ペースを維持し、中期的なチャレンジ(人口動態の悪化、研究開発投資の低迷、生産性の低さなど)を克服するためには、EU は経済・金融統合を強化し、財政ガバナンスを改善し、資本市場統合を強化する必要がある。

EU の強みと個人貯蓄の大きな蓄積の恩恵を生かすために、EU 加盟国は以下のことに合意すべきである：

- あらゆるチャンスを活用するための単一市場の強化
- EU 域内統合の強化(税の調和、調整)
- 資本市場同盟の完成と EU の投資ニーズを満たすのに十分な資金の調達
- 共通財(国防など)への資金調達のための共同債務の拡大を通じた、EU の財政ガバナンスの強化、完成

「欧州はその強みを結集して、グリーン・トランジションのための資金を調達することが可能である。」

フランス議会の緊急選挙

EU 選挙の後、フランスのマクロン大統領は緊急に選挙を決定したが、この動きの背景は？

マクロン大統領の決断は意外に見えるかもしれないが、彼は、このような権限をもともと持っており、以前より年内に議会選挙を実施することを考えていたとも言われている。議会選挙を決断しなければ、マクロン大統領にとって今後数年間の国内政策決定は、より困難なものとなっていたであろう。もし、そうならなければ、2027 年の大統領選挙では極右勢力が有利になる可能性が高かった。

6 月 30 日に行われる第一回選挙で、フランス国内の有権者がどのように考えているかが、より明確になるであろう。実際、欧州選挙と国民議会選挙は構造が大きく異なっている。国民議会選挙は 577 の小選挙区で 2 回に分けて実施される多数決であり、比例代表の 1 回限りの選挙や全国区の選挙とは大きく異なる。

国内選挙では(欧州議会選挙よりも)投票率が上がる可能性もあり、マクロン大統領の信頼が回復する可能性がある。重要なのは、国内選挙と欧州選挙では有権者の行動が異なる可能性が高いことだ。国内選挙では、極右勢力が政権を握ることを懸念する多くの有権者が票を投じることになるだろう。

「今選挙を行うというマクロンの決断によって、国内政策がより安定化する可能性が出てくるというメリットもある。」

フランスの選挙の結果をどう予想しているか？

今選挙を実施するというマクロンの決断は、国内政策の決定が、より安定するチャンスが出てくるという点でプラスに働く可能性がある。極右以外の野党は、極右が政権を握るのを阻止するために動くであろう。欧州議会選挙の時よりも投票率が上がれば、国内的にも、国際的にも、マクロン大統領の信頼が回復する可能性もある。

極右勢力が政権与党の過半数（および首相のポスト）を確保したとしても、フランスの外交、欧州政策、国防政策を主導するのは大統領であることに変わりはない。実際、外交政策と軍事問題はフランス大統領の「ドメーヌ・リザーブ（不可侵領域）」であるため、選挙の結果にかかわらず、そこでの安定に懸念はない。フランス大統領は、また、公的部門におけるトップの任命権者でもある。チェック・アンド・バランス、憲法裁判所と行政管轄権、そして中道右派が支配する上院は、政府の決定が憲法、国際条約、欧州、その他フランスがコミットした法的義務が遵守されるように運営され、市民の自由に関連する公的独立機関も存在する。

アムンディは、どの政党も単独過半数は獲得できず、独自のアジェンダを押し付ける立場にはならないと考えている。この点については、フランスの第5共和制が担保するプロテクションであるが、憲法裁判所が、いかなる極端な政策も阻止する可能性が高い。全体として、今回の緊急選挙の結果、与党は過半数に達せず、マクロン大統領が、多数を占める野党からの支持に、より大きく依存する議会となる可能性が高い。

欧州のマクロ見通しは？

今回の選挙は、2023 年下半期のテクニカル・リセッションの後、経済環境が明らかに改善する中で行われる。先行指標や調査は、今年の下半期に景気がさらに良くなることを示唆している。ユーロ圏の成長率は 2024 年に 0.8%、2025 年に 1.2%と予想する。第 1 四半期の雇用者数は 0.3%増加、労働市場は継続的にタイト化し、企業が成長率の上昇を見込んで労働力を確保しているというストーリーが裏付けられた。

しかし、これは国やセクターによってかなりの違いがある。ドイツは、投資と輸出の低迷により、今年回復が遅れをとる可能性が高い。スペインのような国々はより良い結果になると思われる。サービス業は改善傾向にあるが、製造業は依然低迷している。この点における唯一の例外はスペインで、製造業とサービス業の両方で拡大している。2025 年には、購買力の向上と金融環境の緩和に支えられ、ユーロ圏はより広範に回復すると予想される。

フランスの成長見通しは？

昨年後半に急減速した GDP 成長率は、2024 年には非常に緩やかながら回復し(0.9%)、2025 年(1.3%)には潜在成長率に戻ると予想される。実質賃金の回復と信用状況の緩和で、家計消費が主な牽引役になると予想される。政府が発表した財政赤字削減策は成長の重荷となるであろうが、アムンディが期待している回復を危うくするものではなかろう。

他のユーロ圏と同様、インフレ率は、特にエネルギー価格とコモディティ価格の低下により、大幅に低下するであろう。インフレ率は、2023 年に 5.7%、2024 年に 2.5%であったが、2025 年には 2.1%に低下する見込みだ。

公的部門の赤字は 2023 年の GDP 比 5.5%から 2024 年には 5.3%、2025 年には 5.0%とわずかに減少するが、2027 年には 3%を大きく上回る水準(IMF によれば 4.5%)に達する可能性が高い。これはフランス政府が 4 月に発表した安定化プログラムでの予想(2.9%)を大きく上回る水準である。

フランスでは今年、過剰債務手続き(EDP)が開始される可能性がある。追加的な財政再建策がなければ、公的債務は 2024 年に GDP 比 112%、2025 年に同 114%に達し、中期的には毎年約 1.5%ポイントずつ増加することになる。その結果、債務コストが上昇し、政府はより強力な健全化策を取らざるを得なくなり、購買力や成長率に影響を与える可能性がある。このような背景から、財政運営に対する次期政府のコミットメントが投資家から注視されるであろう。

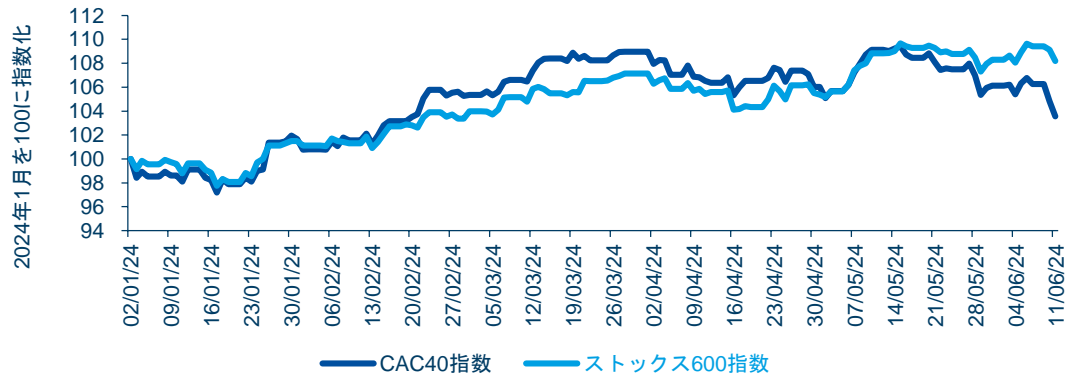
「GDP 成長率は、昨年後半に低下したものの、2024 年には徐々に回復し、2025 年には潜在成長率に戻るであろう。」

「フランス市場では短期的なボラティリティの上昇が予想されるが、政治情勢がクリアになれば、それも収まるであろう。」

フランス金融市場とユーロへの影響は？

マクロン大統領による突然の解散総選挙の決定で、フランスの株式市場および債券市場のボラティリティは上昇した。フランス株式は、不透明な局面となったことで一時的に欧州株をアンダーパフォームする可能性がある。

短期間だが株式のボラティリティが上昇する発生する可能性



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、2024年6月11日現在。

債券市場は、すでにフランスの予算状況の悪化を部分的に織り込んでおり、フランス国債市場の流動性が非常に高いことには変わりはない。しかし、フランス国債とドイツ国債のスプレッドが拡大する可能性はある。市場は6月30日の第1回選挙と7月7日の第2回選挙の結果に注目しており、それまでは、様子見モードとなろう。上下に動くのは結果が出てからとなる可能性が高い。政治情勢がクリアになれば、ボラティリティは低下するであろう。

フランス国債のスプレッドの拡大



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、2024年6月11日現在。

ユーロについては、短期的には慎重だが、構造的な弱点はないと見ている。最近の政情不安により、ボラティリティは急上昇し、センチメントはマイナスに転じ、そのためユーロは下落した。ユーロの先行きは、短期的には政治的不確実性の高さやFRBとECBの金融政策の乖離の影響を受けよう。したがって、リスク・リターン特性は今のところ魅力的ではないが、過度な下落が投資機会に繋がる可能性がある。構造的にユーロを否定的に見る理由はほとんどない。過去の政治的不確実性とは対照的に、現在の欧州周辺国は堅調である。FRBも、米国のインフレの沈静化に自信を持てば、いずれは利下げに踏み切るであろう。

結論として、選挙結果が不透明なうちは高いボラティリティが続く可能性が高い。しかし、このような政治的不確実性がユーロ圏全体の不安定化に繋がるとは考えていない。フランス国債はユーロ圏で最も流動性の高い市場のひとつであり、加えて、ECBが追加利下げを実施するまでは、金利は高止まりするであろうと投資家が覚悟していることも支援材料となるであろう。

AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

In an increasingly complex and changing world, investors have expressed a critical need to understand better their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios. Situated at the heart of the global investment process, the Amundi Institute's objective is to provide thought leadership, strengthen the advice, training and daily dialogue on these subjects across all assets for all its clients – distributors, institutions and corporates. The Amundi Institute brings together Amundi's research, market strategy, investment insights and asset allocation advisory activities. Its aim is to project the views and investment recommendations of Amundi.

Discover Amundi Investment Institute



Definitions

- **Basis points (bp):** One basis point is a unit of measure equal to one one-hundredth of one percentage point (0.01%)
- **Bond ratings:** If the ratings provided by Moody's and S&P for a security differ, the higher of the two ratings is used. Bond ratings are ordered highest to lowest in a portfolio. Based on S&P measures: AAA (highest possible rating) through BBB are considered investment grade; BB or lower ratings are considered non-investment grade. Cash equivalents and some bonds may not be rated
- **Bunds:** German government bonds
- **Public deficit/fiscal deficit:** Excess of government expenditure, over its income.
- **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

Important information

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of 11 June 2024. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: 12 June 2024.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

Chief editors

Monica DEFEND

Head of Amundi Investment Institute

Vincent MORTIER

Group Chief Investment Officer

Matteo GERMANO

Deputy Group Chief Investment Officer

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号: 関東財務局長(金商)第350号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会

3642281