

# 3

## アリアンツ・グローバル・インベスターズ 洞察

2017年3月

### 欧州の見通し

#### 欧州は重要な選挙が続く「スーパーサイクル」を迎える

英国の欧州連合(EU)離脱の手続きが英国内で進められる中、欧州各国にとって2017年は、何にも増して選挙が重要な意味を持つ年になろうとしています。今回の「スーパーサイクル」では、3ヶ国で、計4回の選挙が予定されています。オランダでは3月15日に下院選挙が終わりましたが、フランスでは4月23日と5月7日に、ドイツでは9月24日に選挙を控えており、さらにイタリアでも前倒しで選挙が行われる可能性があります。

オランダでは、ヘルト・ウィルダース氏が率いる欧州懐疑主義の自由党(PVV)が大きな注目を集めました。しかし、PVVが最大の投票数を獲得したとしても(最新調査でもその可能性は低いとされていました)、ウィルダース氏とPVVが新政権で重責を担うとは思われません。むしろ、4つの政党、もしくは5つの政党が合流し、マルク・ルッテ首相が率いる連立政権が誕生する可能性が高いでしょう。これは空騒ぎなのでしょう。答えはイエスともノーとも言えません。ただオランダの動向に関わらず、全体的なトレンドとして、ポピュリズムと反欧州寄りのセンチメントが台頭してきていることに変わりありません。

たとえウィルダース氏が勝利しなくても、オランダの全体的なトレンドとして、ポピュリズムと反欧州寄りのセンチメントが台頭してきていることに変わりありません。

また、フランスの大統領選は一段と重要性和熾烈さを増しています。本稿執筆時点で有力候補は3名で、極右のマリーヌ・ルペン氏が中道右派のフランソワ・フィヨン氏に対して優位を保っていますが、社会自由主義のエマニュエル・マクロン氏が最有力候補の地位を維持しています。ルペン氏が第1回投票で勝利する可能性があるものの、現在、マクロン氏が第2回投票で勝利する可能性が最も高くなっています。もしマクロン氏が勝利すれば欧州の改革支持勢力の明らかな勝利となり、欧州連合(EU)にとって



インゴ・マイナート  
欧州マルチアセットCIO

新たなスタートを切るきっかけとなるでしょう。

フランス大統領選でのマクロン氏の勝利は、欧州の改革支持勢力にとって追い風となり、EUにとって新たなスタートを切るきっかけとなるでしょう。

ドイツでは、アンゲラ・メルケル首相の支持率が下がり、流れが大きく変わっています。元欧州議会議長で社会民主党候補のマルティン・シュルツ氏は、指名以来、好調な滑り出しを見せました。この勢いはまだ続いており、シュルツ氏を擁する社会民主党は、メルケル首相率いるキリスト教民主同盟との支持率の差を狭めています。最終的に、ドイツでは左派民主主義者(社会民主党と左派党)および環境主義者(緑の党)による「赤赤緑」連立政権が誕生する可能性があり、資本市場はこうした動向に対して今後数ヶ月に亘り一段と注視する必要が出てくるでしょう。ドイツでシュルツ氏が、フランスでマクロン氏が勝利すれば、興味深い展開が見られるかもしれません。なぜなら欧州における政治的結びつきが強化される可能性が高まるかもしれないからです。

ドイツが左派民主主義者(社会民主党と左派党)および環境主義者(緑の党)による「赤赤緑」連立政権誕生に向かう場合、資本市場は注意が必要です。

最後に、イタリアで総選挙が前倒しになる可能性があります。ほとんど話題にされていません。イタリアでは、改革が全く、いやほとんど進んでおらず、未解決の根深い銀行の問題も解決されていません。そして、それらは、どちらも欧州統合の勢いに水を差しかねない深刻な問題となっています。

欧州が岐路を迎え、小手先の対応がもはや選択肢ではないことは明らかです。これらの選挙結果が出た後、欧州は新たなビジョンを推し進めていく必要がありますが、シェークスピア風言えば、現在は「生きるべきか死ぬべきか、それが問題だ」というほど深刻な状態なのです。

きか、それが問題だ」というほど深刻な状態なのです。

改革が進まないことや根深い銀行の問題が、深刻な影響を及ぼす可能性があるイタリアに対して、見てみぬ振りを続けることは難しいでしょう。

## グラスルーツ<sup>SM</sup>リサーチ

### EU離脱決定後、英国居住者は旅行計画を変更

英国はいまだ正式に欧州連合(EU)を離脱していませんが、2016年6月の国民投票でのEU離脱決定はすでに英国居住者にさまざまな形で影響を及ぼしています。グラスルーツ<sup>SM</sup>リサーチは先ごろ、消費者の休暇計画の現状を調べるため、英国各地の旅行代理店に対して聞き取り調査を行いました。

近距離の旅行先(主に欧州地域)の予約傾向について質問したところ、回答者の3分の2が、2017年の予約数は前年同時期よりも増加したと述べています。いくつかの旅行代理店は、近距離の欧州旅行、特にスペインへの旅行が増加しており、チュニジア、エジプト、トルコなどのかつては休暇旅行者に人気のあった国への旅行よりも安全と見られていると語っています。回答者の3分の1は、近距離旅行の予約数は横ばいか減少していると答えました。EU離脱決定後に英ポンド安となったことで、旅行代金が値上がりしたことが主な要因であると述べています。

回答者の3分の2が、近距離旅行、特にスペインへの旅行の予約数が増加したと述べています。3分の1は、主に英ポンド安が要因となって予約数が減少したと述べています。

長距離旅行について質問したところ、回答者のほぼ半数が、2017年の予約数は増加し、旅行者は欧州よりも遠い旅行先を選好する傾向にあると述べています。しかし、ほぼ同数の回答者が、為替変動、英国のEU離脱決定後の政治的不透明感、および一部のイスラム教国に対する安全面での懸念から、予約数が減少したと述べています。

回答者のほぼ半数が、遠距離旅行の予約数は増加し、旅行の価値が高まっていると述べています。しかし、ほぼ同数の回答者が、為替変動などが要因となって予約数が減少したと述べています。

リサーチアナリストのBianca Schniederは次のようにコメン



ヨハネス・ジャコビ  
グラスルーツ<sup>SM</sup>リサーチ・シニア・アナリスト

トしています。

「英国のEU離脱決定や地政学的な不透明感の高まりの影響で、消費者は休暇計画を変更しています。しかし、彼らの旅行意欲に衰えは見られません。旅行業者は、商品をパッケージ化して、価格を抑えることで、こうした消費者の動向に対応しています。英国消費者のセンチメント悪化は、旅行業者にとって需要減少を引き起こす逆風となるでしょう。また、コストの上昇を旅行価格に転嫁することは難しいでしょう。しかし、今までのところ、2017年のシーズンは好調な滑り出しとなっています」。

## ビューポイント

### 原油と債券がロシア復活のカギを握る

旧ソビエト連邦の崩壊後、ロシアは、同連邦後の国際社会における、自国を進展させるための適切な政治的、経済的ロードマップを模索しました。大国の地位を失った喪失感を味わったものの、すぐにロシアは地政学の舞台における主要プレーヤーに返り咲いています。この変遷において、ロシアは冷戦時代の欧米諸国との敵対関係を復活させています。しかしながら、ロシアがこのような敵対的な立場にあるにもかかわらず、問題を抱える欧州連合(EU)や低利回りの地域以外での投資分散を求める外国人投資家にとって、ロシアの債券市場は一段と魅力を増えています。

これらの一見矛盾する動きは、ソ連終焉の最前列にいた欧州の人々をはじめ、一部の人にとっては理解しがたい問題かもしれません。しかし、ロシアが、欧米諸国に敵対する形でいかに自らのアイデンティティを根本的に定義してきたかに気づけば、こうした動きを理解するのは難しいことではありません。ウラジーミル・プーチン大統領は、ロシア人の傷ついた自尊心を巧みに利用し、国民の大帝国時代への郷愁をつかみ取り、共産主義に対するかつての信仰を世界で存在感を得るための新たな挑戦へ向け直すことに成功しました。

ソビエト連邦の崩壊から間もなく、プーチン大統領はロシア人の欧米諸国に対する敵対心を利用し、ロシアは地政学の舞台の主要プレーヤーに返り咲いています。

#### エネルギーを欧州における政治的手段として使用

プーチン大統領は、「分割支配」の戦略方針を効果的に用い、欧州の新ロシア国と親欧米国を分断するために、エネルギーを政治的手段として使用しています。過去10年間にわたるエネルギー価格の回復が、財政的にこの戦略を支えており、主に、外交手段および経済的手段を通じて、ロシアの影響力を高めることに重点が置かれました。

ロシア経済が回復する中、欧州のエネルギー・ミックスにおけるロシアのガスの役割が非常に重要になり、ロシアはガスプロムなどの国有企業を通して欧州政治に影響を与えることが出来ることに気が付きました。また、ロシアは財政的に余裕があり、国有企業は欧州のエネルギー資産を購入し、欧州諸国のロシアへの依存度を高めることに成功しました。さらには、欧州はロシアのガスへの依存度を下げるために、エネルギー市場の統合を進めようとしたものの失敗し、各国は「自分の身は自分で守る」エネルギー政策に傾斜したことで、かつて欧州において経済面で突出して大きな影響力をロシアに与える結果となりました。



グレッグ・サイテン  
新興国債券CIO

ロシアは、欧州の政治に影響を及ぼすために、エネルギーを政治的手段として使用し、欧州でエネルギー資産を購入し、経済面で突出して大きな影響力を獲得することに成功しました。

2014年に原油価格が急落し、ウクライナ紛争の勃発に伴い欧米諸国がロシアに経済制裁を行った時期、ロシアは構造的な欠陥に直面することになりました。エネルギー・セクターへの依存度が非常に高いトップダウン型の経済を土台とした独裁的かつ非効率な体制がロシアを支配していました。2014年にロシア全体の輸出の中で高付加価値商品の輸出が占める割合はわずか14%で、ロシアは原油を中心としたコモディティの輸出に大きく依存していました。コモディティが全輸出に占める割合は、価格下落の影響で、2011年の90.3%から2015年には85.6%に低下しています。ロシア財務省高官は、ウラル産原油価格が引き続き1バレル当たり50米ドル～55米ドル付近で推移すれば、ロシアの税収は160億米ドル～240億米ドル増えると予想しています。原油価格の上昇は常に、ロシアの国際収支の改善、財政赤字の縮小、および経済発展に寄与しています。

欧米諸国による経済制裁と2014年の原油価格の急落は、ロシアの構造的な欠陥を露呈させましたが、原油価格の上昇は同国の回復を後押しするでしょう。

#### 投資家にとって不透明な国

しかし、現在、投資家にとってロシアは、債券の安全な投資先であるとともに、ボラティリティが非常に過小評価されている国でもあります。市場の観点から、これはあまり重要視されていません。それでは、どうしてこのようなことが起きるのでしょうか。

現在、投資家にとってロシアは、債券の安全な投資先であるとともに、ボラティリティが非常に過小評価されている国でもあります。



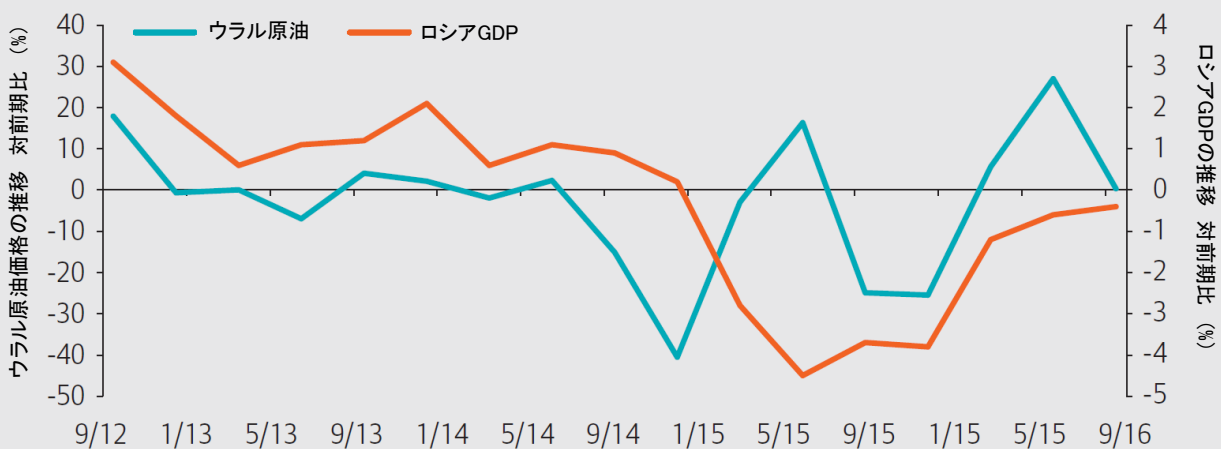
ロシアの債務返済意欲と債務返済力の高さが世界の超大国の要件に合致していることが、理由の一部として挙げられます。1998年の債務再編によりロシア国債(ロシア連邦債)の保有者に大きな損失を負わせたロシア財政危機があったものの、ロシアは常に債務返済履歴が傷つかないように努めています。このことは、1998年の債務不履行以降の慎重なマクロ経済運営と財政管理に表れています。

しかし、株式に対する評価は下がります。その理由として、ロシアのトップダウン型経営モデルが透明性または抑制と均衡に相容れないことが挙げられます。そのため、財産権はロシアにおいて、制度として整えられている、もしくは整えられていないにしろ、そもそも定着していません。このような環境下で、株価には常にプレミアムが含まれています。

こうした状況が続くかぎり、ロシアは投資の世界では不透明な投資先にとどまるでしょう。そもそも独立国家たらしめるアイデンティティを国家が失うことはまずないという単純な理由から、こうした状況はこの先も続くと思われまます。プーチン大統領は4期目を目指していますが、プーチン大統領が次に何を行うのかだけでなく、多くの人が彼の後、何が起るのかに注目しています。プーチン大統領はさらに彼の今までの政策を推し進めるのでしょうか、それとも妙味のある投資先として機が熟すように、より開かれた透明性の高いロシアを目指すのでしょうか。ロシアが深く根ざした歴史感覚を失わないことは確かですが、その一方で安定した安全な社会を切望し続けているということも事実なのです。

### 原油価格の回復はロシアの経済環境の改善に貢献

ウラル原油対ロシアGDPの推移 2012年9月から2016年9月



出所: Bloomberg, 2016年9月末時点。

注) 2012年から2014年のBloomberg上でのウラル原油価格算出停止期間はブレント原油価格を調整したうえで代替している。

## 【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社(以下、当社)の所属するAllianz Global Investors グループ(以下、AllianzGI Group)が作成する洞察を当社が翻訳したものです。
- 内容には正確を期していますが、当社が必ずしもその完全性を保証するものではありません。
- AllianzGI Group各社はAllianz SE傘下のグループ会社です。
- 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における資料作成会社の見解であり、将来の動向や結果を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既に変更されている場合があります、また、予告なく変更される場合があります。
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。

**投資顧問契約および投資一任契約のお客様は以下をお読みください。**

### 対価とリスクについて

#### 1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する年間報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

#### 2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品(デリバティブ取引等)は、様々な指標等の変動の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第424号

一般社団法人日本投資顧問業協会に加入

一般社団法人 投資信託協会に加入