

# OUTRAGEOUS

## PREDICTIONS

### 2019 / By #SAXOSTRATS



クリストフ・ダンビ / マクロ分析責任者 / p5, p23

ピーター・ガンリュー / エクイティストラテジー責任者 / p7, p13, p21

ジョン・ハーディ / FX ストラテジー責任者 / p9, p19

ケイ・ヴァン・ピーターセン / グローバルマクロストラテジスト p11

エレノア・クレイ / マーケットストラテジスト / p15

スティーン・ヤコブセン / チーフエコノミスト / p17, p21

EU がデットジュビリーを表明	5
アップル、テスラを 1 株当たり \$520 で買収する「資金は確保」	7
トランプ大統領が FRB 議長に「お前はクビだ」	9
コービンの首相就任で GBPUSD は 1.00 へ	11
企業の信用収縮でネットフリックスが GE の流れ弾に当たる	13
豪州は四大銀行を国有化後、“豪州版 TARP（不良債権救済プログラム）”を導入	15
ドイツが景気後退期に突入	17
X 線等級の太陽フレアが大混乱を招き、2 兆ドルの損害が発生	19
気候変動に対するパニックが広がり、世界通行税法が成立	21
IMF と世銀が GDP を評価するのではなく、生産性に焦点をあてると発表	23



# サクソバンクの 2019 年大胆予測

スティーン・ヤコブセン / チーフエコノミスト

ドナルド・トランプを米国の大統領に擁するこの世界では、大胆さが日々報じられるニュースの中でチープな商品と成り果てていますが、だからと言って当社が今年の大胆予想を止めることはありません。来年に実現するかもしれない可能性の低い、とはいえたまくあり得ないわけではないイベントに考えを巡らせることが、当社の年に1度の任務なのです。

2019年大胆予想は「もうたくさん」という共通テーマに沿っています。空疎な状態のまま走り続ける世界は目を覚まし、改革に進まなければならないでしょう。それは改革を欲するからではなく、そうしなければならないからです。

その兆しは至るところに見られます。バリュエーションは過剰となり、政治は唐突に方向を変えます。セレブシェフの台頭といった文化のささやかな変化さえも、この社会がピークに向けて無理に成長しようとしていることを示しているように見えます。

セレブシェフの話は飛躍し過ぎだとお思いでしょうか？『ザ・フォー・ホースメン』（原題：The Four Horsemen）というすばらしいドキュメンタリー作品は「ローマ帝国も、オスマン帝国も、スペイン帝国も、その終焉を迎える最後の数十年の間にシェフたちが有名人になった」と指摘、セレブシェフを行き過ぎた社会の兆候としています。では、私たちの栄華の時代も、終わりに近づいているのでしょうか？

この仕事を30年以上続けてきましたが、私たちの社会において、政治や企業レベルで、さらには個人レベルでも責任を放棄しつつあることに衝撃を受けています。強欲がトレンドとなり、それが公平性や生産性を求める声と対峙するのではなく、現状への満足によって受け入れられている。より良く、速く、公平で平等な世界に変化するために大胆な決断を下すことよりも、些細な改善と不運な出来事を避けることに重点が置かれているのです。





「今日、この痛みを避けることさえできれば」という祈りにも似たこの新しい合言葉に、「万事がバラ色とはならずとも、もっと悪くなるよりはマシだ」と続くほど、絶望感は増しています。

新たな負債を積み上げるやり方が終わりを告げつつある今、2019年はこのような精神構造が大きく転換し、常軌を逸した行動のツケを払う年になると当社は考えています。信用サイクルはすでに2018年後半から抑制の兆しを見せており、各国中央銀行が振り出しに戻る来年には先進国市場に衝撃が走るでしょう。結局のところ、2008年から実施してきた量的緩和策は負債の穴を深くしただけで、それは中央銀行に付託された管理の域を超えるほど大きなものとなっています。

当社が本レポートで提示する予想が現実となるかどうかはまったく分かりません。しかしだ大切なのは、本レポートを通じて議論を喚起すること、そして2019年に何が間違った方向に向かうのか、という意識を広く持つことにあります。このようなプロセスを経ることで、私たちはポートフォリオ、さらには自分たちの生活に衝撃的な難題を突き付ける恐れのある事象にも備えることができるのです。

私は大胆予想のリストを見て、この中のいくつかが日の目を見ることになれば、私たちはようやく借金漬けの社会から健全な形で距離を置き、短期的な利益や成長に今ほど重きを置かなくなるのではないか、と感じました。また、目先の危機を乗り切った後は、生産性や、よりフェアな舞台でのグローバリゼーションを改めて目指す、新たな経済革命が重視されるようになると考えます。一方で、この大胆予想は中央銀行の独立性が著しく損なわれること、また信用収縮や、誰もが持ちすぎている資産、すなわち不動産で大きな損失が出ることを示しており、これらはネガティブな側面と言えるでしょう。

本レポートを読み進める前に、サクソバンクの大胆予想の基本ルールを思い出してください。本レポートはサクソバンクの公式予想や見通しを示すものではありません。ここに記載されている予想は、いまだ過小評価さ

れつつも、向こう12カ月から24カ月の間に実現した場合に投資見通しや経済のあり方を劇的に変化させ得る、実現する可能性の低いリスクを示したものです。

2018年は異例の年となりました。その異質さは年の大半を通じて米国市場でのみ見られるものでしたが、国债買い入れプログラムによる恩恵が失われると、クレジット・インパルス（GDPに対する新規貸出の伸び率）の低下や貸出金利の上昇といった経済面の変化や、反グローバリゼーションが実感を伴うものとなり、年末に向けて波乱含みの状況に直面しています。2019年は良く言って難航、最悪の場合は壊滅的な嵐に見舞われることでしょう。

この場を借りて、2018年に頂いたご愛顧と、皆様と共にしたさまざまな出来事に感謝の意を述べたいと思います。この1年は大変面白い年でしたが、向こう5年間は私の長いキャリアの中でも決定的な意味を持つ期間となると感じています。

当社の予想がもたらす結果が極めてポジティブなものであるならば、このような変化が起きることを個人的には望んでいます。社会が生産的でなければ、債務や移民、ポピュリズム、不平等といった問題に対処することはできません。さまざまな研究から、生産性を高める最善かつ最も効率的な方法は単純で、教育と基本的なリサーチである、という結果も出ています。

これは明るいニュースと言えるでしょう。一方で、誰もがローラーコースターのような未来を良しとするわけではない、ということは残念なニュースと言えます。偉大なミュージシャンであるミック・ジャガーの言葉を借りれば「欲しいものがいつでも手に入るわけではない—それでも、必要なものは手に入るかもしれない」のです。



# EU がデットジュビリーを表明

クリストフ・ダンビ / マクロ分析責任者



# EU がデットジュビリーを表明



クリストフ・ダンビ / マクロ分析責任者

古代のバビロンから 1930 年代の欧州まで、デットジュビリー、いわゆる債務の帳消しは今日の基本的な認識よりもはるかに一般的なものでした。経済学者のカーメン・ラインハートとケネス・ロゴフによる名著『国家は破綻する—金融危機の 800 年』にも示されている通り、債務の再編や帳消しは金融危機から脱する上でも重要な役割を果たしていたのです。

ギリシャに悲劇をもたらした 2010 年からの債務問題とは裏腹に、債務免除は欧州では非常に一般的なものでした。第 1 次世界大戦から第 2 次大戦までの間に、債務を免除する動きは欧州全体に広がり、フランスでは対 GDP 比で約 50%、イタリアでは約 36%、英国では約 24% に相当する債務が帳消しとなっています。

2019 年は公的債務が持続不可能な水準まで増え、ポピュリストが政権に反旗を翻します。さらに、欧州中央銀行（ECB）の出口政策と流動性の低下に伴う金利の上昇、そして景気の低迷を受け、欧州では新たな危機に先手を打つにはどうすればよいかという議論が再燃するでしょう。イタリアは、金利が急上昇するとみられる 2019 年に満期を迎える借り換えを控える国債が約 3000 億ユーロに上ることから、同国は先鞭をつける重要な役割を果たすでしょう。EU が景気後退に傾く

中、イタリアがもたらす悪影響は欧州各国の銀行に速やかに波及します。ECB は新たな貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）とフォワードガイダンスを切り札に、それを食い止めようとしていますが、これだけでは十分とは言えず、フランスにもその影響が広がれば、政治家たちも EU が奈落の底を見下ろしているということを理解するでしょう。

ユーロ圏の瓦解を拒んだドイツとその他の欧州中核国は、債務のマネタイゼーション（貨幣化）を支持する以外、選択肢はありません。欧州経済通貨統合（EMU）は ECB のマンデートを拡大し、GDP の 50% 相当を超えるすべての債務についてマネタイゼーションを求めると共に、それ以外についてはユーロ債のスキームを使って保証するでしょう。これは議論の的である安定・成長協定のゴールポストを動かす行為と言えます。

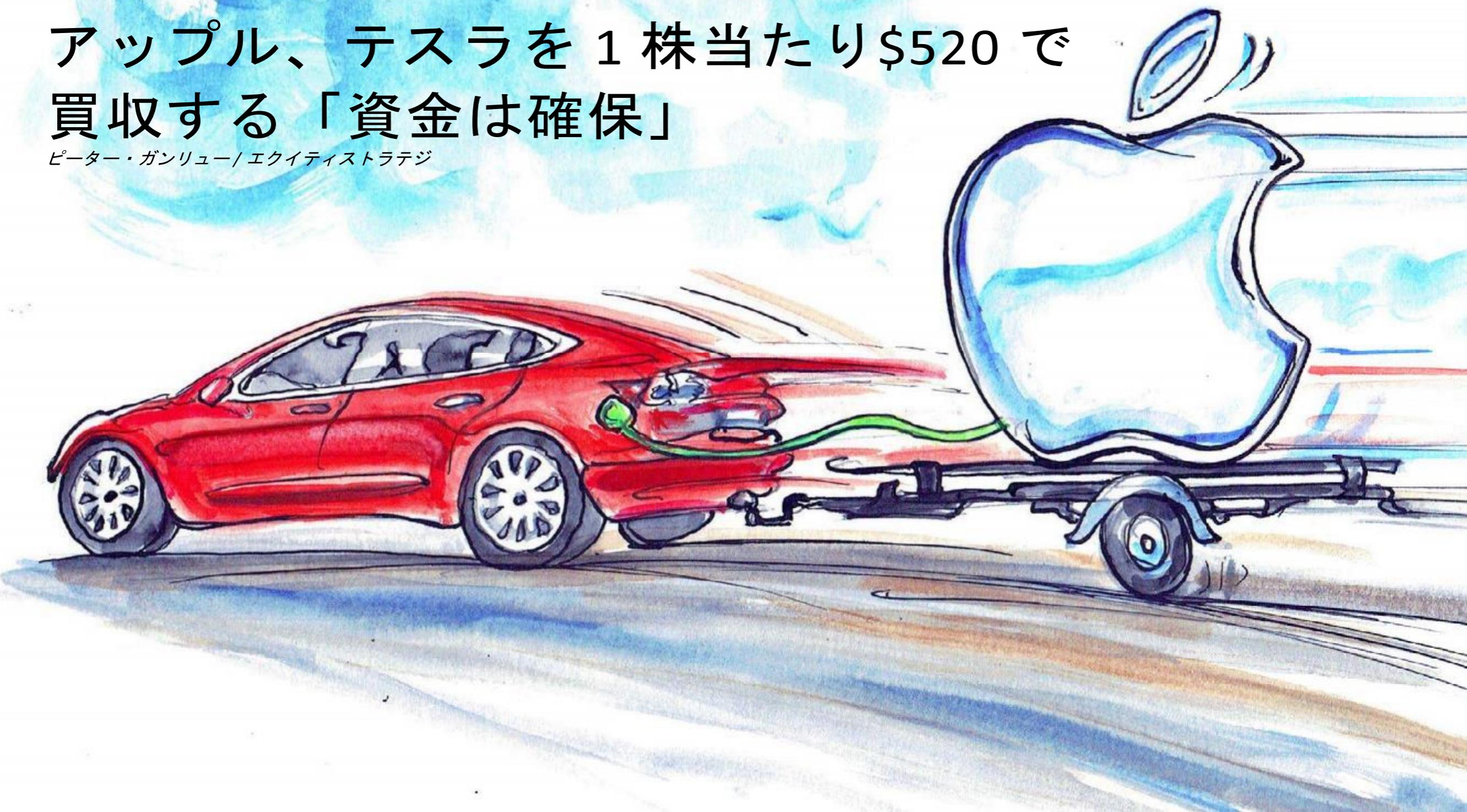
EMU 加盟国は対 GDP 比 3% 相当の債務を 2020 年に相互化するという新たな財政ルールを採用し、それ以上の債務については欧州委員会（EC）が EU の経済情勢を勘案しながら、定期的に検討することになるでしょう。





# アップル、テスラを 1 株当たり \$520 で 買収する「資金は確保」

ピーター・ガンリュー / エクイティストラテジ



# アップル テスラを1株当たり \$520で買収する 「資金は確保」

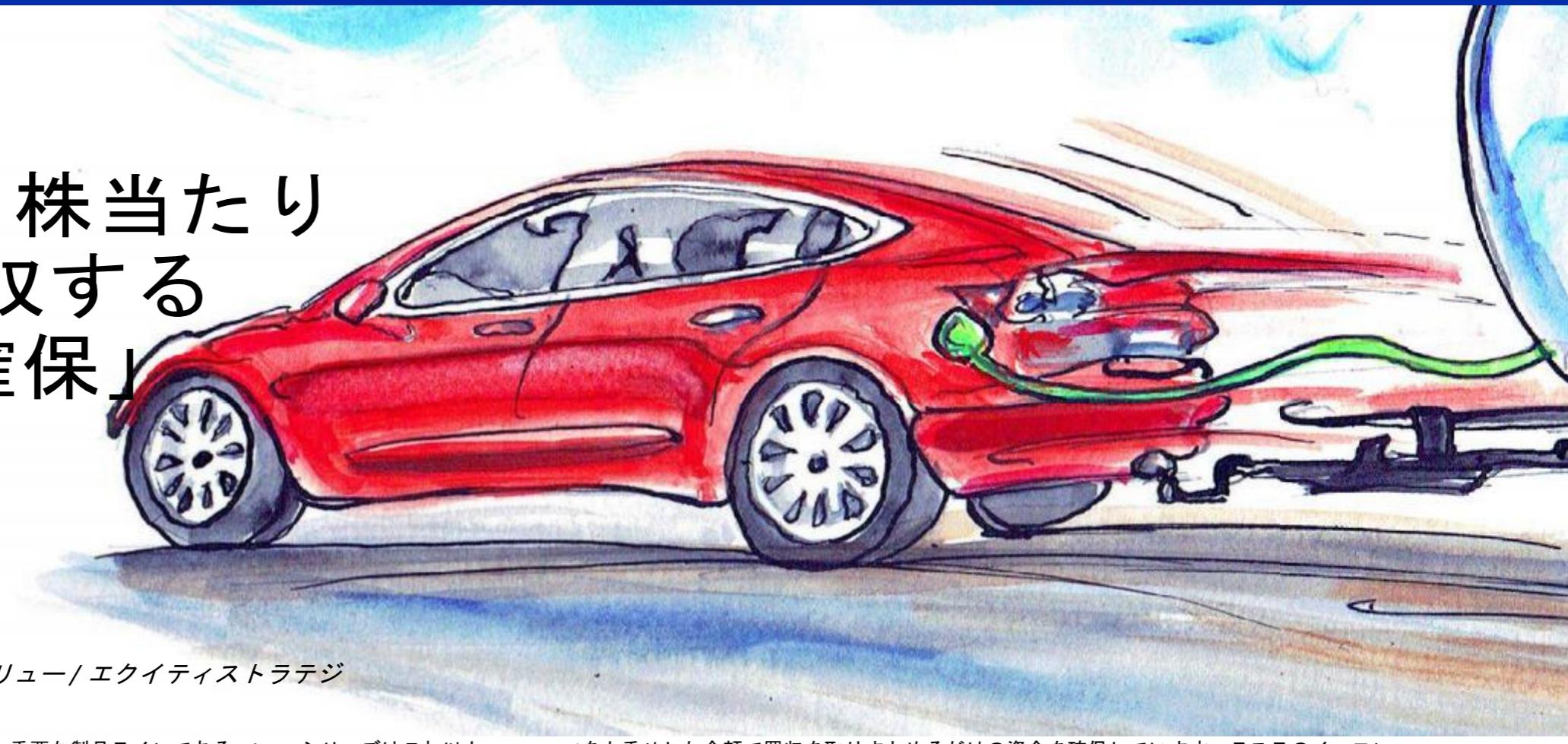


ピーター・ガントリー / エクイティストラテジ

\$2370億もの現金および現金等価物を抱え、重要な製品ラインであるiPhoneシリーズはこれ以上の販売台数の伸びが見込めないアップルが、次に打つ手は何でしょうか？それは金融エンジニアリングを駆使した配当や自社株買いといったつまらない施策かもしれませんし、スマートフォンやノートパソコン、それに付随するサービスやアクセサリーといった枠組みを超えた大胆な一手となるかもしれません。

アップルは、自社のユーザー基盤の生活により深く入り込もうとするならば、次の未開拓分野はデジタルとのつながりが深まっている自動車であると理解しています。一企業が現状に満足せず、今日の社会から取り残されないようにするには、大きく、また大胆な賭けに出る必要があることを、故スティーブ・ジョブズは改めて示したと言えます。

アップルはテスラが財務力の強化を必要とし、また自社はそのエコシステムを拡大し、現在提供しているソフトウェアのApple CarPlayよりもさらに深い形で自動車と関わる必要があると認識しています。したがって、同社はテスラを追い求めるでしょう。アップルはテスラの株価\$520に



40%を上乗せした金額で買収を取りまとめるだけの資金を確保しています。テスラのイーロン・マスクCEOが「(株式を非公開化する)資金は確保した」という炎上ツイートで提示した株価よりも\$100高い水準で同社を買収できるのです。

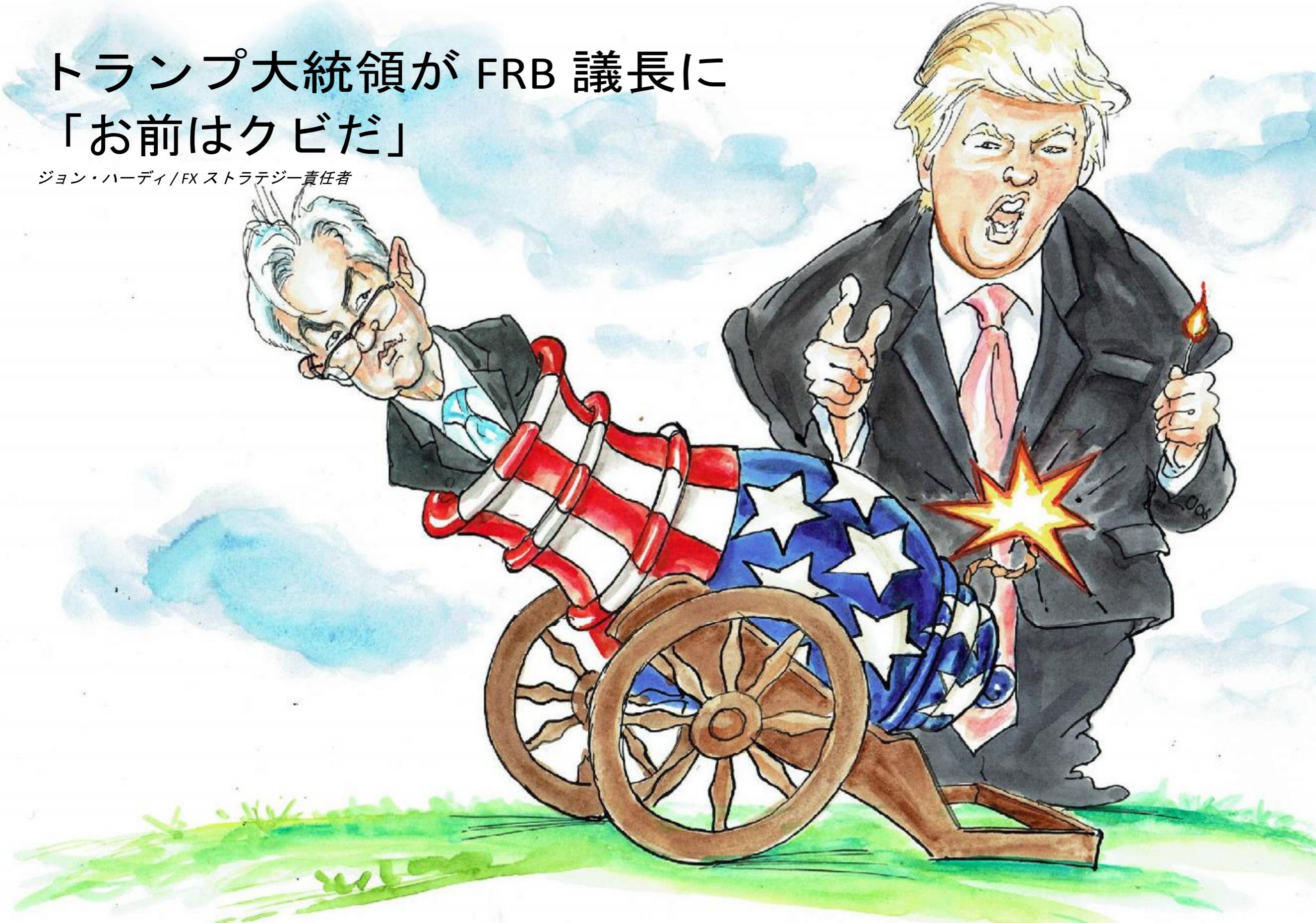
アップルによるテスラの買収は、実に理にかなっています。全額を現金で決済できる程度の小規模な取引であり、金額的にはアップルのフリーキャッシュフローの12か月分に過ぎません。また、両社はハードウェアのエンジニアリングとデザインに重点を置き、ファッション性の高い分野で垂直統合された流通モデルを有しています。アップルにはマスクCEOの無謀な夢をかなえるだけの財力があり、これを活用すればテスラは短期的に設備投資とキャッシュフローの創出でバランスを取ろうと腐心する必要がなくなります。

また、買収されるテスラは競合他社の一歩先を歩み続けながら、未来の自動車産業を支配するため、新たに複数のギガファクトリーと、欧州や中国に製造施設を建設することが可能となります。



# トランプ大統領が FRB 議長に 「お前はクビだ」

ジョン・ハーディ / FX ストラテジー責任者



# トランプ大統領が FRB 議長に 「お前はクビだ」



ジョン・ハーディ / FX ストラテジー責任者

企業の信用スプレッドが急激に拡大し、また株式市場は低迷の兆しを見せているにもかかわらず、米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長は2018年12月に開かれる米連邦公開市場委員会（FOMC）で、投票権を持つ委員のうち、過半数をわずかに超える人数が利上げに賛成票を投じたと示唆するでしょう。

米国の利上げは少なくとも1回分は余計であり、米国経済および米国株は2019年第1四半期中に断崖絶壁を転げ落ちると予想されます。パウエル議長は救済策を打ち出す代わりに、強制的な金融緩和策を再び実施し、アラン・グリーンスパン前議長の元で始まった一連のバブル政策を再開させるのは不適切だ、との認識を示しています。また、資産売却（量的引き締め策）のペースを落とすことに限り支持する姿勢を示し、利下げは認めていません。

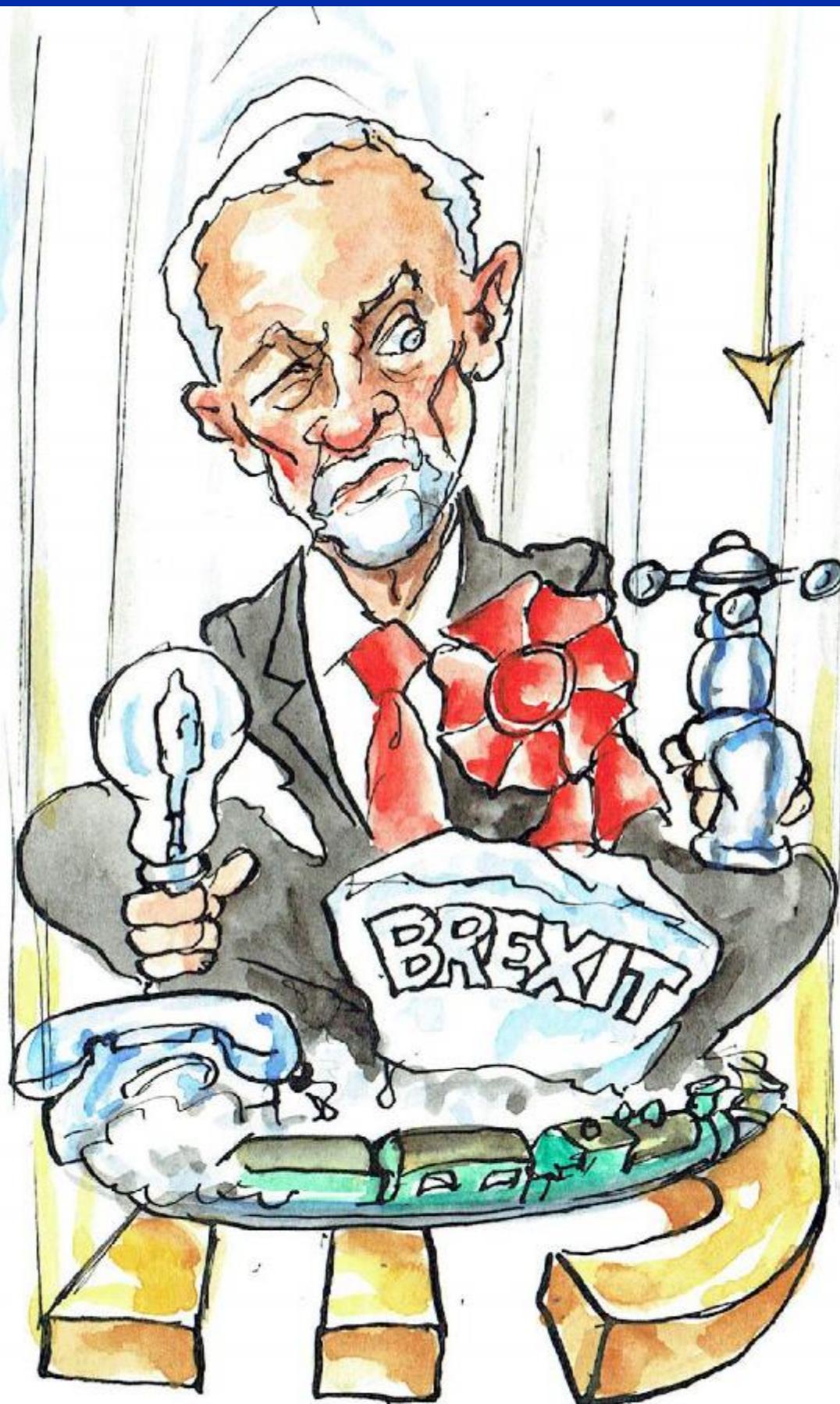
パウエル議長は不良債権を処理することで長期的にはメリットが得られるだろうと論じています。株価が大幅に下落し、米国債のイールドカーブが逆イールド状態となる2019年夏までに、議長は

トランプ大統領の怒りを買って解任され、代わりにミネアポリス地区連銀のカシュカリ総裁が議長に任命されるでしょう。

野心家のカシュカリ総裁はFRB内では最もぶれないハト派で、米国の金融引き締め策を批判していました。FRBは米政府を喜ばせるように仕えるべきだという考え方への抵抗は弱く、すぐに「偉大なる救済者」の異名を得るようになります。トランプ大統領が打ち出す「美しい」インフラ関連の新プロジェクトの資金を調達し、また米国の名目GDPを世界金融危機後に失われた軌道に戻すため、カシュカリ総裁は米財務長官が唱えた新しいゼロクーポン永久債を購入する5兆ドルの信用枠を約束することで、トランプ大統領が2期目を目指し2020年の大統領選に出馬するのを後押しするでしょう。

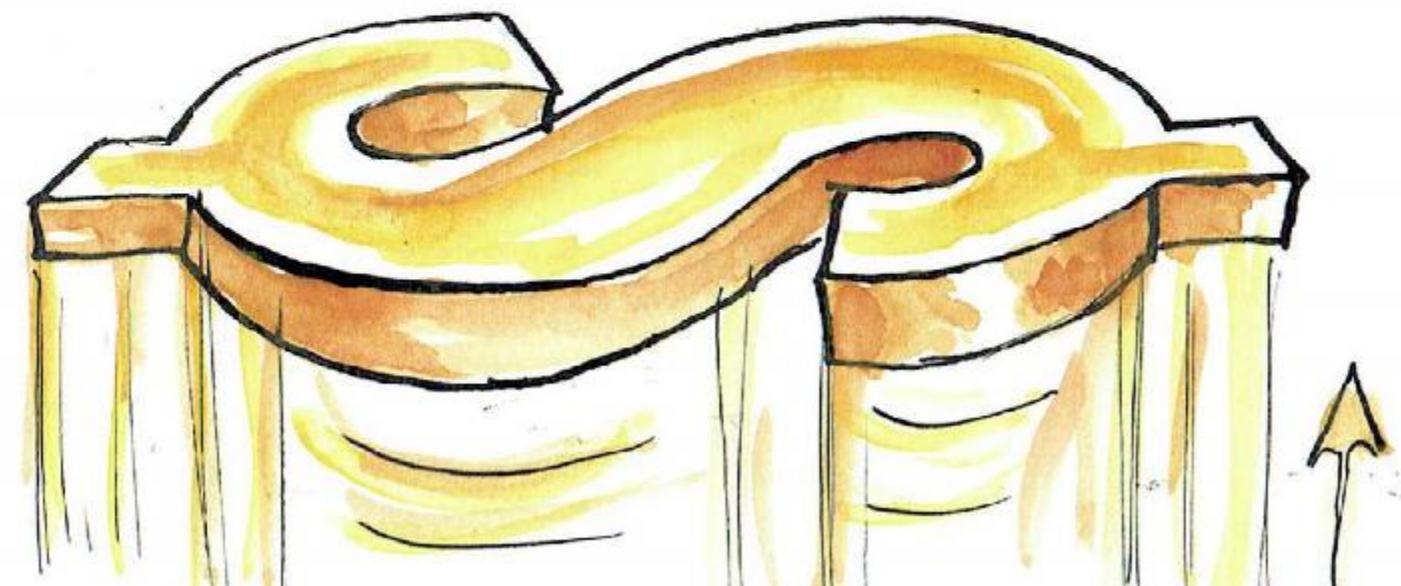
しかし、物価上昇率は6%に達する一方、CPIは3%、またFRBの政策金利は1%に留まるでしょう。救済者たちにとっては大きな不利益となる金融面の抑圧を通じてデレバレッジが進む、というシナリオなら、信憑性もあるのではないでしょうか。





## コービンの 首相就任で GBP/USD は 1.00 へ

ケイ・ヴァン・ピーターセン / グローバルマクロストラテジスト



# コービンの首相就任で GBP/USD は 1.00 へ



ケイ・ヴァン・ピーターセン / グローバルマクロストラテジスト

ウィンストン・チャーチル政権以来、最も厳しく報われない役割を果たしてきたテリーザ・メイ英首相。「猫」とも称された同氏は遂に迷信通り九生を終えて辞任します。同時に、つぎはぎだけのブレグジット政策も、英国によるEU離脱の期限である3月29日が迫る中で、英議会を通過することなく葬り去られるでしょう。

これにより、リスボン条約第50条に基づく英国の正式な離脱通告が遅れ、同国では早期の解散総選挙が実施されます。保守党はブレグジットへの対応で真っ二つに割れ、保有する議席の3分の1は“統治を、さもなくば死を”と唱える集団と共に消えるでしょう。労働党が圧倒的な勝利を收め、包括的かつ進歩的な改革の実施と、“まだ定義されていない”ブレグジットへの対応について2度目の国民投票を約束したジェレミー・コービン党首が首相に任命されます。

選挙民からの高い支持と英議会で過半数を超える議席を獲得したこと、コービン首相率いる労働党政権は20世紀半ばの社会主義的な焦土作戦を展開、その矛先は英國のおぞましい不平



等まで伸びていきます。コービン首相は新たな税源として、高額所得者にとって累進税率が非常に高い財産税を英国で初めて導入すると共に、英中銀には“人々のための量的金融緩和政策”、つまり最低所得保障を実行するための財源確保を支えるよう要求します。

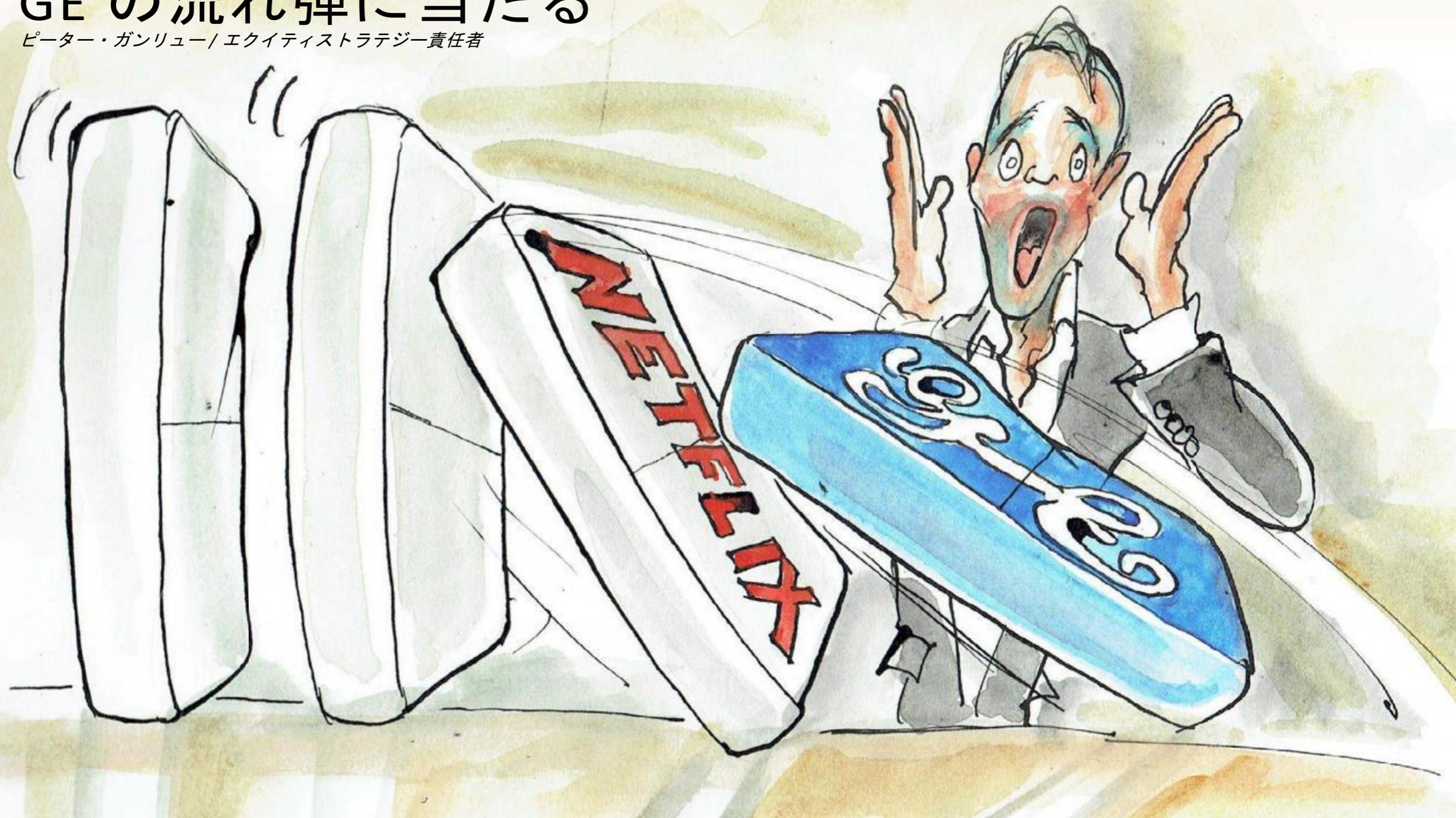
電力・水道などの公益性の高い事業や鉄道会社は再国有化され、財政拡大により赤字は対GDP比約5%に増加します。インフレ率は急上昇し、企業による投資は停滞。非定住外国人は難を逃れ、自身が保有する財産と共に国外へ脱出するでしょう。

英ポンド相場は醜い双子の赤字と、解決されないブレグジット問題によって足踏み状態となった設備投資というダブルパンチを受けて崩壊します。GBPUSDは2018年下半期中の基本水準であった1.30エリアから1.00まで下落。下落率は20%を超える事態となり、1ポンド=1米ドルが初めて実現するでしょう。



# 企業の信用収縮で ネットフリックスが GEの流れ弾に当たる

ピーター・ガンリュー / エクイティストラテジー責任者



# 企業の信用収縮で ネットフリックスが GE の流れ弾に当たる



ピーター・ガンリュー / エクイティストラテジー責任者

2019年はクレジットのドミノ倒しが起き、米国社債市場は壊滅状態に陥るでしょう。そのきっかけを作るのはゼネラル・エレクトリック（GE）で、向こう数年間にわたりキャッシュフローの創出力が落ちていく中、1000億ドルの負債を借り換えるなければならないという事実に投資家がパニックとなり、クレジット市場での信用力をさらに失う結果、クレジット・デフォルトの価格が600ベースポイント押し上げられます。

GEはこれによる損害を抑える力を失い、米国破産法第11章の適用を申請します。また、破産申請と一緒にリストラや資産の売却を行い、かつては栄華を極めた産業界の巨人は歴史の塵と消えるのです。

GEの破産は世界のクレジット市場に衝撃を与え、投資家はFRBによる利上げが財務状況を偶発的に引き締め過ぎてしまったことを悟ります。米国債と社債のクレジット・スプレッドは急速に拡大し、米国企業の資金調達コストは痛ましい程に上昇します。この余波は、ネットフリックスにまで拡大します。純負債/設備投資を差し引いたEBITDAの比率が3.4倍、バランスシート上の負債

額は100億ドルを超える同社の負債比率の驚く的な高さに、投資家が突如として懸念を示すのです。

ネットフリックスの資金調達コストは倍増し、コンテンツの伸びに急ブレーキを掛けると共に株価を急落させます。さらに追い討ちをかけるように、ディズニーが2019年に動画配信業界に参入、ネットフリックスの成長をさらに抑えるでしょう。社債を取り巻くネガティブな連鎖反応は、ハイイールド債に対する極めて大きな不透明感へつながります。米国のハイイールド債市場と連動する上場投資信託（ETF）はマーケットメイカーが有意なスプレッドを設定できなくなり、ある日の立会時間中、動搖が収まらない中でマーケットメイカーが市場から完全に退却する結果、大暴落します。

ETF市場の暴落はパッシブ型の投資商品と、混迷する市場への悪影響に対する最初の警告射撃となるでしょう。



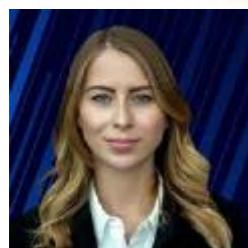


# 豪州は四大銀行を 国有化後、“豪州版 TARP (不良債権救済プログラム)” を導入

エレノア・クレイ / マーケットストラテジスト



# 豪州は四大銀行を 国有化後、 “豪州版 TARP（不良債権救済プログラム）” を導入



エレノア・クレイ / マーケットストラテジスト

借金に支えられた豪州の住宅相場の力強い上昇基調は世界で最も長く続いており、1961年からの価格上昇率は6,556%（インフレ調整後は373%）に上ります。“オーストラリアン・ドリーム”は金利の急低下を受けた巨額の債務の積み重ねによって支えられており、家計の借金は可処分所得の189%に上ります。

世界金融危機が原因で他の先進国では住宅バブルが崩壊しましたが、豪州は様相が異なります。この危機がもたらす影響を食い止めようと豪政府が打ち出した“経済安定パッケージ”によって負債比率は驚くほど上昇し、問題は先送りされたのです。

2019年は、豪州の不動産市場を巡る狂想曲が幕を閉じます。信用の伸びの急低下が特に大きな原因となり、不動産市場は壊滅的な状態となるでしょう。王立委員会による調査後、銀行に残されるのは貸出業務の機能停止と、負債に頼り過ぎ、過大評価された住宅ローンを担保とする不動産物件で、銀行は融資をさらに引き絞らざるを得なくなります。

貸出残高の伸びが劇的に抑制される上、過剰供給や議会における進行妨害、世界経済の成長減速が重なり、外的なショックが悪循環をさらに強固なものにします。豪州の不動産価格は50%も下落するでしょう。

不動産価格の急落が家計の財産と消費支出に大打撃を与える結果、豪州は27年ぶりに景気後退期に突入します。また不動産市場の不況は住宅投資の急減につながり、GDPが減少するでしょう。

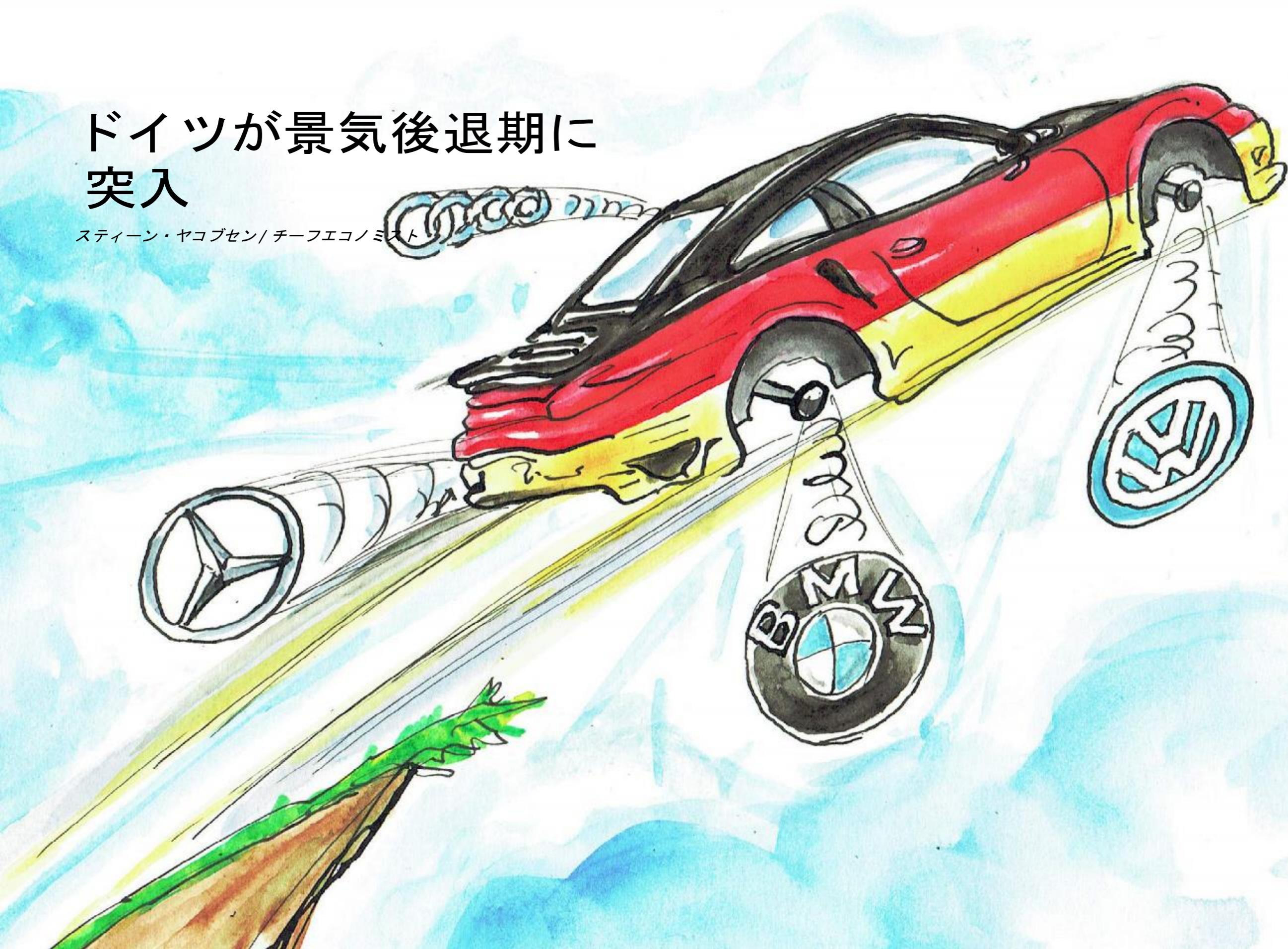
貸し倒れにより企業の利益率が圧迫され、利益も落ち込みます。銀行が抱えるエクスポージャーは個々に対応するには大きくなり過ぎており、豪州準備銀行（RBA）による救済措置として、恐らく同行のバランスシート上のモーゲージの再編や証券化が要請されるでしょう。

RBAのロウ総裁は非伝統的な金融政策に踏み込まざるを得ず、同行が豪州版量的緩和策の第1弾の実施に迫られるのは、壮大な皮肉と言えます。しかも豪州のベビーブーム世代と現役を引退した高齢者の投資家層は特に、金融安定化の先頭に立つ市中銀行の安定した配当利回りに大きく依存していることから、これらの大手銀行は「大き過ぎてつぶせない」とみなされるでしょう。



# ドイツが景気後退期に 突入

スティーン・ヤコブセン / チーフエコノミスト



# ドイツが景気後退期に突入



スティーン・ヤコブセン/チーフエコノミスト



*Auf wiedersehen, Mutti!*（さようなら、メルケルママ！）ドイツ車に対する関税とデジタル化の遅れにより、ドイツは2019年末までに景気後退期に入るでしょう。また、メルケル首相は次期首相候補として出馬することを辞退したため、国が安定を、また欧州で最も強大な経済が大規模な変革を必要とする中で、政界は権力争いに終始するとみられます。

数十年にわたり世界のリーダーであったドイツは、自国が有する現代的な技術を新しい形で活用するのに苦心しています。たとえば、経済協力開発機構（OECD）による2017年の研究では、ドイツは高速インターネットに関して先進国34か国中29位という結果に終わっています。

ドイツ経済の基幹産業は自動車で、GDPの実に14%を占めています。しかしながら、同国の自動車産業は電気自動車への転換やビッグデータの活用という点ではるかに後れを取っているのが現状です。5月に訪中したメルケル首相は同国の製造施設に驚愕し、自動車という極めて重要な輸出財への適用を加速するべく、中国に支援を依頼しています。

フォルクスワーゲンやダイムラーといったドイツの巨大自動車メーカーの株価が現在、PER6倍という景気後退期中のような水準で取引されている一因は、ここにあるかもしれません。

2018年、自動車の販売台数は1億台に達しており、世界の自動車産業は成長が止まることのない、巨大産業であるはずでした。しかしながら、出荷台数はわずか8100万台と前年比2%増に

とどまっており、2000年代に見受けられた年間5%～10%という伸び率を大きく下回っています。

2040年までに、世界で販売される新車の55%、在庫の33%は電気自動車となるでしょう。しかしドイツはようやく電気自動車に転換し始めたところで、何年も後れを取っています。また、米国が課した非常に高い関税により、ドイツのサプライチェーンまたは輸出動向が改善される気配は見られません。

2019年はグローバリゼーションに対する反感がピークに達し、コストや国内市場、国内生産といった側面が特に重視されるでしょう。さらに、1980年代からドイツ社会の支えてきたトレンドとは正反対にある、ビッグデータのさらなる活用や環境汚染につながる物質の排出量削減にも注目が集まると言えます。

これらを勘案し、ドイツでは早ければ2019年第3四半期から景気後退期が始まると考えます。



X 線等級の太陽フレアが  
大混乱を招き、  
2 兆ドルの損害が発生

ジョン・ハーディ / FX ストラテジー責任者



# X 線等級の太陽フレアが大混乱を招き、2 兆ドルの損害が発生



ジョン・ハーディ / FX ストラテジー責任者

地球上のすべての生物は太陽が浴びせるエネルギーの安定した恩恵のおかげで存在しています。しかしながら、太陽は常に穏やかに水素を燃やす慈悲深い球体、というわけではありません。太陽を研究する天文学者は、この星が太陽フレアという形で驚くほど破壊的な力を生み出すことのできる、沸き立つ大釜のように活発な存在であること、そしてその中で最も有害なのはコロナ質量噴出で、実際の物質や放射エネルギーを吐き出すことを痛いほど認識しています。

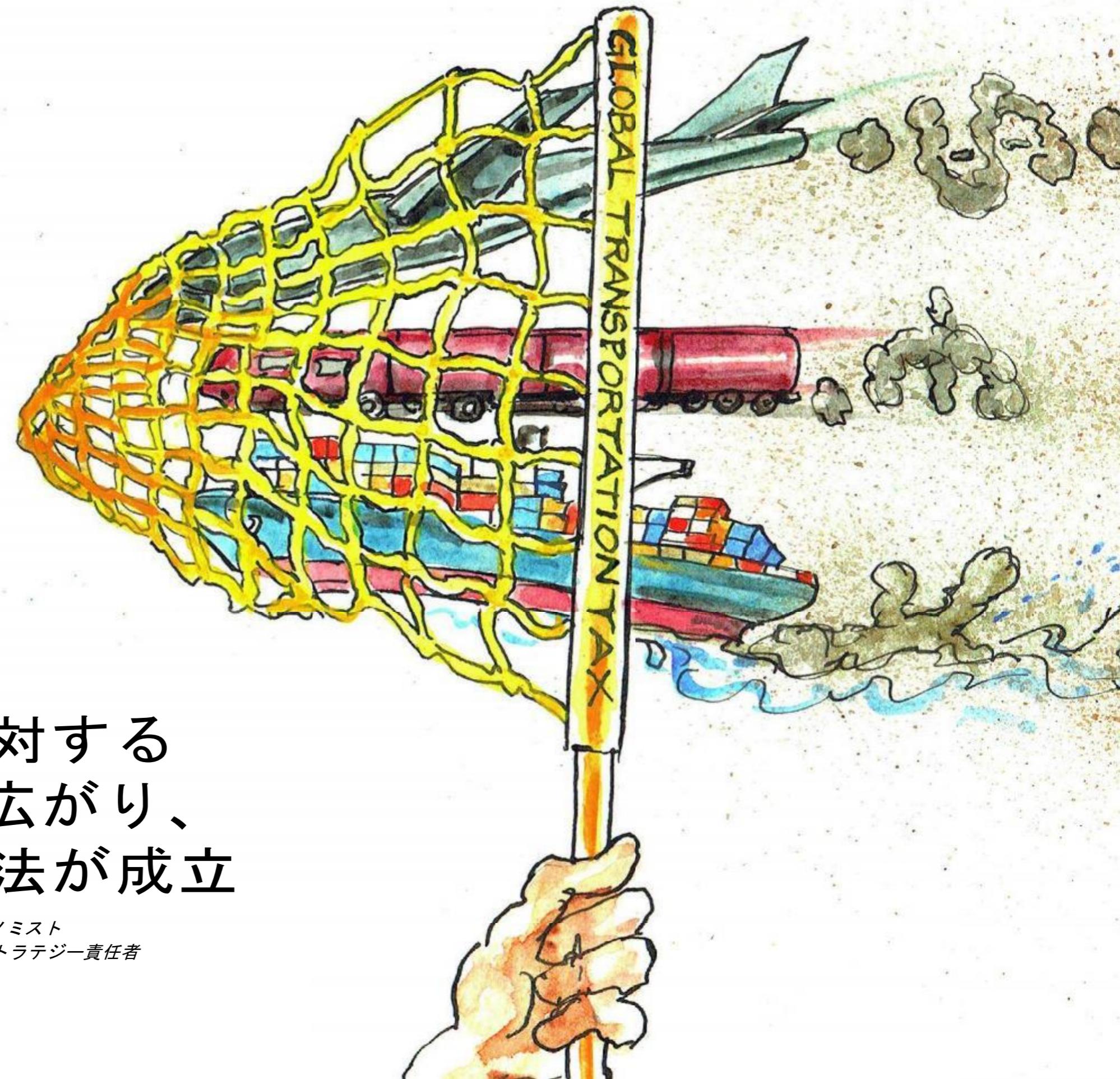
太陽フレアと共にコロナ質量噴出が起きるのを太陽嵐と言いますが、かつてこれが起きた時は無線通信や衛星のコミュニケーションが妨害されたほか、地上の放送インフラにも悪影響が及びました。最も強力な太陽フレアが観測されたのはキャリントン・イベントとも呼ばれる 1859 年の太陽嵐で、当時は X40 クラスのフレアと巨大なオーロラが地上を照らし、その姿ははるか南のキューバまで見えたと言います（X 線等級のフレアとは最も強力なフレアのこと）で、X40 クラスは最小値の X1 フレアの 40 倍の強度となります。）

当時使われていた初期の電信機はほとんどが使用不能となったり、電源を切っているにもかかわらず使えたりしたといいます。2012 年夏には巨大な X 線等級の太陽フレアが届くはずでしたが、地球が通過した 1 週間後にそれに伴うコロナ質量噴出が地球の公転軌道を洗い流すように発生したため、この巨大なフレアをわずか 1 週間という短い差で逃れることができたのです（フレアには方向性があり、また数時間しか続かないという性質があります。）

サイクル 25 と命名された太陽活動周期が本格的にスタートする 2019 年は、地球も前回ほど幸運ではいられないでしょう。太陽嵐が西半球を直撃し、衛星の大半はおかしな方向に向くことになります。GPS に依存する航空機や地上の交通手段、物流、そして電力インフラは計り知れないほどの大混乱に陥ります。

その損害額はどの程度でしょう？約 2 兆ドルと考えますが、これは世界的な保険市場のロイズが 2013 年に後援した太陽嵐による金融リスクの可能性に関する研究で示された最悪な場合のシナリオに比べ、2 割少ない金額です。





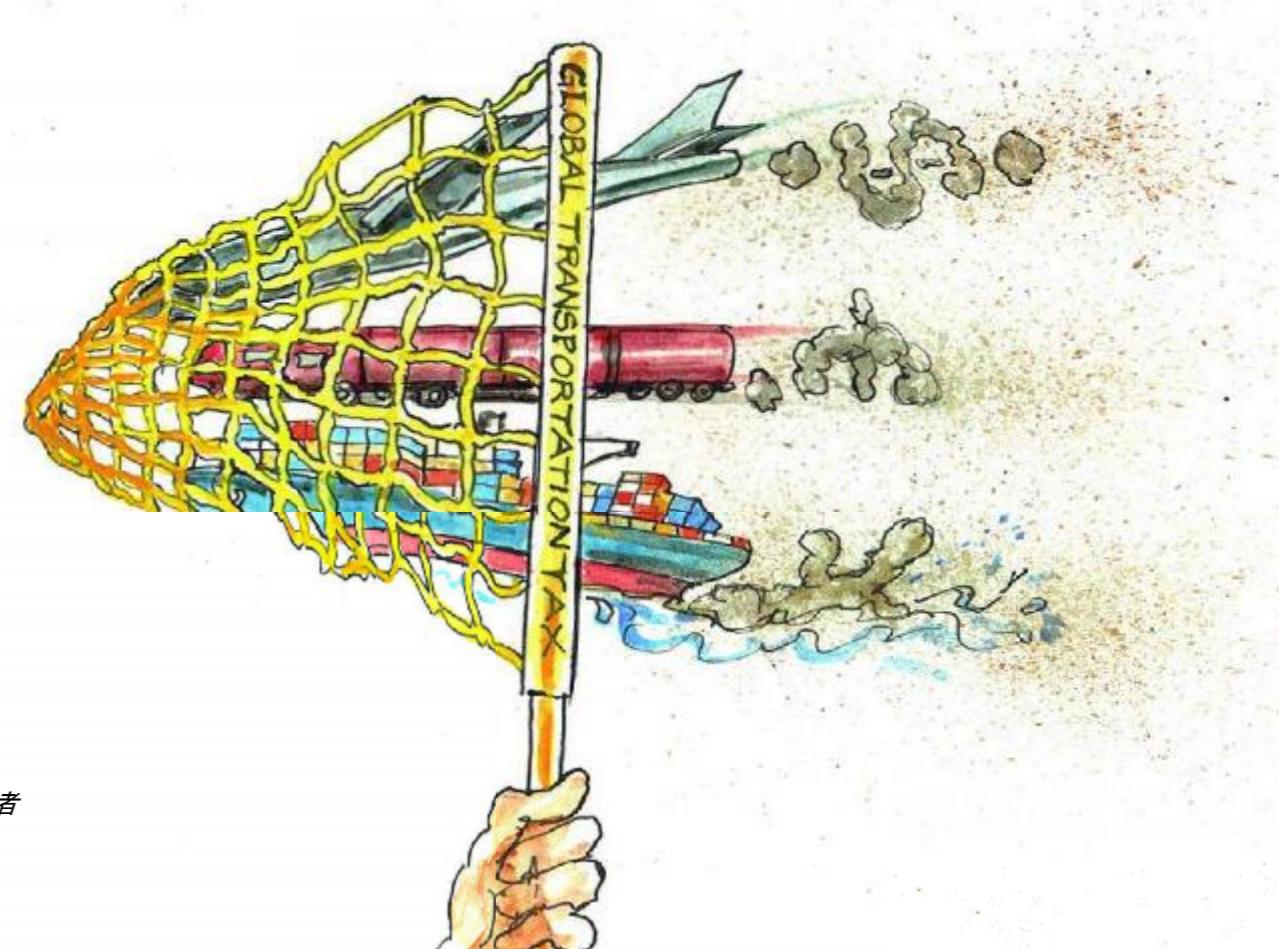
# 気候変動に対する パニックが広がり、 世界通行税法が成立

スティーン・ヤコブセン / チーフエコノミスト  
ピーター・ガンリュー / エクイティストラテジー責任者

# 気候変動に対する パニックが広がり、 世界通行税法が成立



スティーン・ヤコブセン / チーフエコノミスト  
ピーター・ガンリュー / エクイティストラテジー責任者



欧州が極端な猛暑に見舞われるなど、今年も荒々しい気候は悩みの種となり、世界各国の首都に非常警報が鳴り響きました。そこで税金面で非常に大きく優遇されている国際的な航空、海運業をターゲットに、新しく世界通行税 GTT が導入されます。これは航空および船舶の“トン数”に応じて課せられる税金で、その税額は二酸化炭素の排出量と連動しています。

この新税制の税額は二酸化炭素の排出量 1 トン当たり 50 ドルに設定され、以前に提案された水準の 2 倍、そして欧州連合域内排出量取引制度（EU ETS）が定めた 1 トン当たり 15 ユーロという 2018 年の平均水準を大幅に上回ります。この新しい世界通行税による負担は消費者に転嫁されるため、飛行機の運賃や海運の輸送料金が上がり、一般的な物価水準も上昇するでしょう。

国際民間航空機関（ICAO）は 2016 年 10 月、航空機が排出する温室効果ガスの削減に取り組むため、国際市場全体で取り組む施策を実施することで同意しました。また、2018 年 4 月には国際海事機関（IMO）が、2050 年までに船舶からの温室効果ガス排出量を半減させるという目標を打ち出しています。気候変動に対する警報があらゆるところで鳴り響く中、政治家たちは世界通行税の実施をより速やかに進めるため、二酸化炭素排出権取引制度や業界の取り組みを無視し、急激な動きを見せるでしょう。

米国と中国はこれまで、1944 年に締結された国際民間航空条約、通称シカゴ条約を盾に航空機に対する燃料税の課税に反対していましたが、中国は環境汚染に対峙する中で自然とそのスタンスを変えています。その結果、米国も渋々ながら航空機および船舶に対する世界通行税の導入に協力するでしょう。

その結果、観光、航空、海運業に関連する銘柄が先行き不透明感の高まりと成長の鈍化を材料に、値を下げる予想されます。

IMFと世銀が  
GDPを評価するのではなく、  
生産性に焦点をあてる  
と発表

クリストフ・ダンビ/マクロ分析責任者



# IMFと世銀がGDPを評価するのではなく、生産性に焦点をあてると発表



クリストフ・ダンビ / マクロ分析責任者



長年にわたり、経済発展を評価する最も重要な指標とされてきた国内総生産（GDP）は、2019年にその役目を終えるでしょう。国際通貨基金（IMF）と世界銀行は春季会合で予想外の動きを見せ、チーフ・エコノミストのピネロピ・ゴールドバーグとギータ・ゴビナートがGDPの測定を止めると発表します。両者は低コストで技術を基盤とするサービスが経済にもたらす真のインパクトをGDPは捉えていないとし、また環境汚染がインドや他の国々の人々の健康や環境に与えている恐ろしい影響を挙げながら、GDPは環境問題に対する説明責任を負うことができないと論じます。

実際、GDPを闇雲に崇拝することで、環境や人的資源に対する被害がどのような結果をもたらすのかという包括的な考慮を欠いた経済政策が往々にして推し進められてきました。IMFと世銀はその代替案として、一国の経済の生産力が時間の経過と共にどう変化するのかをより正確に評価する指標として、生産性に重点を置くことを提案します。ノーベル賞を受賞したポール・クルーガマンも、1994年にこう記しています。「生産性がすべてではないが、長期的に見ると、ほぼすべてである。」

生産性は最もよく知られていながら、最も理解されていない経済用語の一つであることは間違いません。生産性を簡潔に定義するなら、労働時間1時間当たりの産出量と言えるでしょう。



しかしながら、実社会における生産性ははるかに複雑な概念となっています。事実、生産性は長期にわたる生活水準の最も重要な決定要因とも言えるのです。

一つの国が自国民の幸福と健康を改善したいと考えるならば、労働者1人当たりの生産量をこれまでよりも増やす必要があります。18世紀初頭に起きた産業革命以降、生産性の向上は国民1人当たりのGDPを押し上げ、ひいては生活水準を改善させる主要な要素でした。IMFと世銀によるこの前例のない決断は、世界金融危機以降、世界全体の生産性を大幅に低下させることに關係してきた中央銀行が支配する時代からの変化を象徴するものもあるのです。



■本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。

■本資料は、作成時点において執筆者が信頼できると判断した情報やデータ等に基づいています  
が、執筆者はその正確性、完全性等を保証するものではありません。本資料の利用により生じた損  
害について、執筆者は責任を負いません。

■本資料で示される意見は執筆者によるものであり、サクソバンク証券株式会社の考えを反映する

ものではありません。また、これら意見はあくまでも参考として申し述べたものであり、推奨を意  
味せず、また、いずれの記述も将来の傾向、数値、投資成果等を示唆もしくは保証するものではあ  
りません。本資料に記載の情報は作成時点のものであり、予告なしに変更することがあります。

■本資料の全部か一部かを問わず、無断での転用、複製、再配信、ウェブサイトへの投稿や掲載等  
を行うことはできません。



Saxo Bank A/S · Philip Heymans Allé 15 · 2900 Hellerup · Denmark · Telephone: +45 39 77 40 00 · www.home.saxo 25