

QUARTERLY/OUTLOOK

By #SAXOSTRATS

兎の緒を締める

マクロ経済サマリー

By チーフエコノミスト スティーン・ヤコブセン

社会契約の崩壊により、ドナルド・トランプ氏が大統領選で勝利を収め、市場全体のボラティリティが高まる可能性があります。しかし、大きな混乱の後には変革がもたらされ、一方でシステム全体の現在の誤った想定は抜本的に見直す必要があります。

第4四半期は、ボラティリティ、金利、インフレ率、成長率がきわめて低い状態で始まり、不安と社会的格差が増大します。第4四半期は、アメリカの大統領選が重要テーマとなり、結果に対する緊張は高まる一方です。また、1年のうちでリスクオンの姿勢が季節的に弱まる時期でもあり、政府は予算縮小の議論から逃避するでしょう。今四半期は、まさに「ショータイムの始まり！」となるでしょう。

私は、米ドルが上昇しても世界は救われないという考えを変えていません。しかし、サクソバンクは、非政府部門における「資本コスト」の増加と、米ドルでの資金調達源が緩やかながらも確実に枯渇している状況に対して、この数カ月強い関心を払ってきました。当社は、こうした見方に基づき、ユーロ/米ドルが1.00を試す展開となり、米ドル/日本円が100.00近辺で落ち着くと考えています。



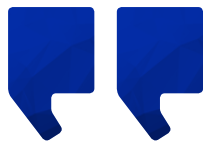
スティーン・ヤコブセンは、2000年にサクソバンクに入社しました。その後、ライムスキャピタルパートナーズで2年間最高投資責任者を務め、同じく最高投資責任者として2011年にサクソバンクに復帰しました。



そのため、短中期の米ドルのポジションはロングとし、長期的な見通しに反する形で金と銀をショートとしています。

年末に米ドルが上昇するという見通しのもう1つの理由として、信用市場があります。信用不安の指標として長年利用されているTED（3ヶ月物T-Billと3ヶ月LIBORユーロドル金利差）スプレッドは、年間で40ベースポイント拡大し、銀行間の資金調達コストである関連LIBORも同様に上昇しています。

今年の米連邦準備制度理事会（FRB）は、まだ利上げに踏み切っていないものの、市場では何度か金利が上昇しています。しかし、小幅な2回の金利上昇は、政府の介入なしで自由に取引されています。米大統領選後の12月には、FRBが再度0.25%の利上げを実施する可能性も高く、その確率は60%程度であると思われる。



「世界は、再び財政拡大がすべてを救うという幻想を抱き始めています」

FRBは依然利上げを望んでいます。欧州中央銀行、イングランド銀行、日本銀行は打つ手をなくしており、市場の支持材料やブットは弱まっています。最近では政策当局すら、量的緩和と量的・質的金融緩和が機能しておらず、さらには住宅セクターと市場にバブルをもたらす可能性があることを暗に認めています。政策当局は、他の対策が必要であることをようやく理解しつつあります。

しかし、その新たな対策とは何でしょうか？

おそらく、新しい対策は昔からある手法となるでしょう（私の言い回しで混乱しないでください）。つまり、世界を救う手段として、財政拡大に再び注目が集まるでしょう。財政拡大は2009年に採用された対策であり、当時は異常な景気サイクルが加速しましたが、今回は特別な注意が必要です。

西側の主要国を中心として、政治家と大半の政府が支出を制限する一方で財政赤字は継続しています。また、米国、フランス、ドイツでは選挙を控えています。一般に、選挙期間中とその後の100日は、政府が行動を起こすことができなくなります。そのため2016年の残りの期間は、財政刺激策とインフラ投資の拡大がテーマとなりますが、政治的イベントが控えていることから対応は限定的となるでしょう。

今回は、政策の実行が実質的に翌年まで持ち越されることとなります。2017年は、前年に続いて成長の低迷がすでに予想されていますが、私は、混乱、ノイズ、横ばいの展開により、待望されていた変革の気運が高まると考えています。

共和党の大統領候補であるドナルド・トランプ氏については、選挙結果にかかわらず支持者の存在を無視することができません。社会契約は依然として崩壊しており、さまざまな影響が見込まれています。

念のため付け加えると、私はトランプ氏は次期大統領になると考えています。彼が勝利を収めるのは、政策や発言が支持されるからではなく、彼がまったくの反主流派だからです。トランプ氏が政権に就くとすれば、それは彼自身が選ばれるのではなく、民主党のヒラリー・クリントン氏の深刻な不人気によるものです。クリントン氏は、多くのアメリカ人を貧困に陥れたこれまでと同様の政策を代表する人物です。

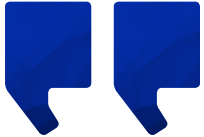
数百年にわたる社会契約は、現在のような茶番劇ではなく、統治者と市民の両方が恩恵を受けるという信頼を基礎としています。市民は仕事、所得、そして将来への希望を失っています。

私は、反主流派を掲げるあらゆる候補者は、世界中で当選する可能性があると思います。こうした状況は、利点や理念に基づくものではなく、単に世界がもはや現状に耐えられないため発生しています。現在は、格差がかつてないほど拡大し、生産性が低迷しています。また、金利とインフレに対応する一方で、ボラティリティは過去最低水準まで低下し、現状に甘んじる風潮が蔓延しています。

私は、第4四半期に政治変革の最初の兆候が表れ、市場のボラティリティが高まると予想します。まず市場は、ポートフォリオ間の相関性が高く、債券や金への逃避が効果的でないことを驚きとともに思い知るでしょう。最後に指摘すべき点として、現在の資産間の相関性は60%台後半まで高まっており、あらゆる資産が同じ方向に動くためヘッジが成立していません。つまり、8年という長い期間を経て、私たちはスタート地点に戻ってしまったのです。



舵取りによる疲労は極限まで高まっており、これを再び担当したいと思う人はいなくなりました。



「2016年の残りの期間は、財政刺激策とインフラ投資の拡大がテーマとなりますが、政治的イベントが控えていることから対応は限定的となるでしょう」

歴史を振り返ると、マクロ環境の変化は、すべて政治的な誤りによってもたらされています。

トランプ大統領の誕生は、大きな誤りとなる可能性があります。世界が必要とする混乱も実現するでしょう。

私たちは困難な道を歩むことになるため、兜の緒を締める必要があります。しかし、この困難な道は、現在の市場における多くの誤った想定を払拭する機会ともなります。



NON-INDEPENDENT INVESTMENT RESEARCH DISCLAIMER

This investment research has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research. Further it is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. Saxo Bank, its affiliates or staff, may perform services for, solicit business from, hold long or short positions in, or otherwise be interested in the investments (including derivatives), of any issuer mentioned herein. None of the information contained herein constitutes an offer (or solicitation of an offer) to buy or sell any currency, product or financial instrument, to make any investment, or to participate in any particular trading strategy.

This material is produced for marketing and/or informational purposes only and Saxo Bank A/S and its owners, subsidiaries and affiliates whether acting directly or through branch offices ("Saxo Bank") make no representation or warranty, and assume no liability, for the accuracy or completeness of the information provided herein.

In providing this material Saxo Bank has not taken into account any particular recipient's investment objectives, special investment goals, financial situation, and specific needs and demands and nothing herein is intended as a recommendation for any recipient to invest or divest in a particular manner and Saxo Bank assumes no liability for any recipient sustaining a loss from trading in accordance with a perceived recommendation.

All investments entail a risk and may result in both profits and losses. In particular investments in leveraged products, such as but not limited to foreign exchange, derivatives and commodities can be very speculative and profits and losses may fluctuate both violently and rapidly. Speculative trading is not suitable for all investors and all recipients should carefully consider their financial situation and consult financial advisor(s) in order to understand the risks involved and ensure the suitability of the situation prior to making any investment, divestment or entering into any transaction.

Any mentioning herein, if any, of any risk may not be, and should not be considered to be, neither a comprehensive disclosure or risks nor a comprehensive description such risks.

Any expression of opinion may be personal to the author and may not reflect the opinion of Saxo Bank and all expressions of opinion are subject to change without notice (neither prior nor subsequent). This communication refers to past performance. Past performance is not a reliable indicator of future performance. Indications of past performance displayed on this communication will not necessarily be repeated in the future.

No representation is being made that any investment will or is likely to achieve profits or losses similar to those achieved in the past, or that significant losses will be avoided.

Statements contained on this communication that are not historical facts and which may be simulated past performance or future performance data are based on current expectations, estimates, projections, opinions and beliefs of the Saxo Bank Group. Such statements involve known and unknown risks, uncertainties and other factors, and undue reliance should not be placed thereon.

Additionally, this communication may contain 'forwardlooking statements'. Actual events or results or actual performance may differ materially from those reflected or contemplated in such forward-looking statements. This material is confidential and should not be copied, distributed, published or reproduced in whole or in part or disclosed by recipients to any other person.

Any information or opinions in this material are not intended for distribution to, or use by, any person in any jurisdiction or country where such distribution or use would be unlawful. The information in this document is not directed at or intended for "US Persons" within the meaning of the United States Securities Act of 1993, as amended and the United States Securities Exchange Act of 1934, as amended.

This disclaimer is subject to Saxo Bank's Full Disclaimer available at www.saxobank.com/disclaimer to the gate faster, but remember – we ultimately all need to board the same plane and we will arrive at the same time.