



**Q1**2017/  
**QUARTERLY** / **OUTLOOK**  
By #**SAXO**STRATS

# Q1 2017

## CONTENT:

1970年代の繰り返し .....	PAGE	3
不安定なイギリス .....	PAGE	5
危険なジェットコースター .....	PAGE	8

# 1970年代の繰り返し

## THE 1970S

## ALL OVER AGAIN

By スティーン・ヤコブセン/ チーフエコノミスト兼CIO

2017年は米ドルの動きが重要となります。なぜなら、過去1年で20%上昇した米ドルに対して、今後の反応が予想されるほか、新たなトランプ政権では、強い米ドルがアメリカの利益となるという20年来の信念が放棄される可能性があるからです。

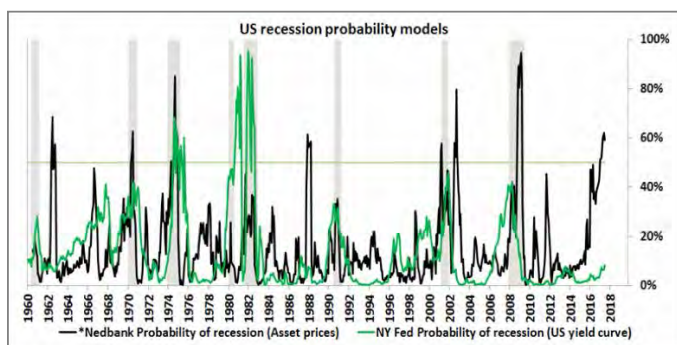
「アメリカのポピュリズムは無視できませんが、選挙を控える今年のヨーロッパについても同様に注意する必要があります。しかし、これは新たな始まりではなく、一連の展開の最終局面であるため、不安になる必要はありません。今後発表されるトランプ大統領の政策綱領は、ニクソン大統領とレーガン大統領の路線を混在させたものとなるため、急増するボラティリティに注意する必要があります。」

2017年は、トランプ大統領の熱狂的な支持者が表舞台に登場します。今年は、Twitterでの発言がアメリカ全体の政策を無造作に決定し、異端であることが主流となるでしょう。推測する限りにおいて、ドナルド・トランプ氏とその政策には同じ疑問が残ります。

### 米ドル相場はどのような展開となるか？

### 2017年の中国では、通貨と成長がどのような展開となるか？

### イギリスのEU離脱とトランプ氏の当選というダブルパンチは、サイクルの終わりか、それとも新たな展開の始まりか？



3つの疑問で最も重要なのはどれでしょうか？ それは、米ドル相場の展開です。全世界の取引は75%以上が米ドルで行われており、経済とグローバル市場はきわめて単純化されています。

したがって、米ドルが前年同期比で20%を超える上昇となれば（すでに実現しています）、「意図的な誘導」に対する「反応」が生まれます。こうした反応では、予想を上回る高金利となり（成長の可能性が損なわれます）、かつ間接的には、新興国市場において米ドル建ての多額の債務返済が難しくなることで世界的な成長が減速し、結果としてアメリカの成長は大幅に低迷します。海外の銀行は、新興国の企業に3.6兆ドルの融資を行っており、約半分は中国向けです。そのため、疑問1と2は相互に関連しています。

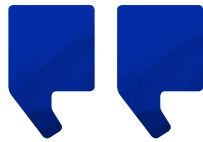
景気後退リスクが増加しています。ニールス・ハイネケ氏とメユール・デイヤ氏は、南アフリカのネドバンクに勤務する私の友人です。彼らは、金融情勢とファンダメンタルズを組み合わせることで、私が知る限り最適な景気後退モデルを構築しています。このモデルの現在の指標では、景気後退の可能性が60%となっています（市場コンセンサスではわずか5~8%）。

株式市場の下落は主に景気後退期に発生するため、これは大きなリスクとなります。アメリカ経済が景気後退に陥った場合、下落幅は25~40%となることが予想されています。

世界は、国境の閉鎖、反グローバリゼーション、貿易障壁、反競争といった政策に興味を示さないと考えられますが、指導部が世界的に交代する中、こうした勢力は無視することができません。

出典：ネドバンク（南アフリカ）  
ニールス・ハイネケ氏とメユール・デイヤ氏

# 1970年代の繰り返し THE 1970S ALL OVER AGAIN



アメリカのポピュリズムは無視できませんが、選挙を控える今年のヨーロッパについても同様に注意する必要があります。しかし、これは新たな始まりではなく、一連の展開の最終局面であるため、不安になる必要はありません。

トランプ氏は、1970年代から続いてきたアメリカの貿易、海外派兵、NATOにおいて「国内回帰」を目指し、中国政策に関しては巻き戻しを狙っているため、今後の影響が予想されます。ドイツのアンゲラ・メルケル首相は、現在の先進諸国において実質的なリーダーとなっていますが、これは彼女自身が望んだものではなく、今年ドイツで選挙が行われるため、彼女にとっては面倒な立場となっています。アメリカの方針転換によって生まれた空白は、中国が埋めることになるでしょう。

中国の指導部は、海外政策と投資においてこれまでよりも「開放的」となっています。こうした変化は、一部には新たな機会が得られたためであり、一方では、急増する国内の債務と資本流出から関心をそらすことが急務となっているからです。中国は引き続き、5~10%の調整範囲で、オンショア人民元（CNY）とオフショア人民元（CNH）の段階的な下落を目指すでしょう。しかし、これを強行するとすれば、アメリカの政策に対する報復的な「切り下げ」が再び行われることとなります。

私は、新たなトランプ政権が「米ドル安」政策を明確に追求すると考えています。中国の通貨が安すぎるという主張には、当然ながら米ドルが高すぎるという意味が含まれています。

しかし、ここで注意していただきたいのですが、トランプ氏は、ビル・クリントン時代の財務長官であるロバート・ルービンが1990年代半ばに確立した「強い米ドルがアメリカの利益となる」という信念を転換させることになるでしょう（ただし、この戦略は現実には実施されていません）。

当時、ジョン・コナリー財務長官は、課税対象となるすべての輸入品に対して一方的に10%の課徴金を導入し、海外援助の10%削減、「金兌換」の停止（これにより米ドルと金の交換が自由にできなくなりました）、賃金・物価の90日の凍結を実行しました。

トランプ・ドクトリンは、法人税と貿易に関する新たな方針においてニクソン・ドクトリンを踏襲しており、これは大統領選においても「Twitter」で表明されています。

こうした状況は、確かに1970年代ときわめて類似しています。当時のアメリカの政策では、大企業、国境の閉鎖、景気後退（1973~1975年）、ドル基軸通貨体制が重視されていました。コナリー財務長官は、ローマでのG10会合において、ヨーロッパの財務大臣に対して「ドルは我が国の通貨だが、これはあなた方の問題だ」という名言を残しています。これによりブレトン・ウッズ体制は終焉し、ドルは20%下落しました。

第1四半期は、将来に関して何らかの手掛かりが得られるでしょう。しかし、今後発表されるトランプ大統領の政策綱領は、ニクソン大統領とレーガン大統領の路線を混在させたものとなるため、急増するボラティリティに注意する必要があります。とはいうものの、2017年全体の最も重要なテーマは「地政学リスク」となる可能性があります。

今年は、金融政策における茶番劇がようやく終わりを迎えることになるでしょう。



こうした状況は、1970年代と1971年8月のニクソン・ドクトリンを思い起こさせます。



スティーン・ヤコブセン/ チーフエコノミスト兼CIO

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。

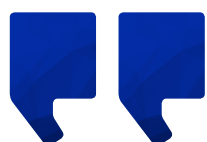
# 不安定なイギリス

## UNREADY

### UK

By クリストフ・ダンビ/ マクロ分析責任者

2017年は、当初からドイツの大統領選挙やオランダの総選挙を控え、さまざまな政治的リスクを抱えています。しかし、最大のリスク要因はイギリスのEU離脱です。



これまでのところ、イギリスのEU離脱は、英ポンドの下落という形で大きな影響を与えています。英ポンドは、対米ドルで17%近く下落しています。

第1四半期の政治イベント（2月12日のドイツの大統領選、3月15日のオランダの総選挙）の中でも、3月末までのリスボン条約第50条の発動が最大のリスクとなるでしょう。イギリスとユーロ圏は、世界のGDPにおいて、それぞれ3.9%と15.7%（米ドルベース）を占めています。

これまでのところ、イギリスのEU離脱は、英ポンドの下落という形で大きな影響を与えています（イギリスの経常赤字はGDPの7%程度まで増加しており、これも下落の要因となっています）。英ポンドは6月23日以来、対米ドルで17%近く、対ユーロでは9.3%下落しました。こうした下落傾向には、まず国民投票の結果が影響を与えています。その後テリーザ・メイ首相は、保守党が与党となる議会において、9月30日に強硬なEU離脱を明確に支持する演説を行い、英ポンドの下落をさらに加速させています。

### テリーザ・メイ首相の若干のポピュリズム

イギリスにおいて、新たな政治哲学が生まれていると指摘するのは時期尚早です。しかし、テリーザ・メイ首相は、国民投票の結果について総合的な分析を行い、今後数カ月でさらに発展させるべき解決策を考案しているようです。

小さな政府を目指した歴代首相とは異なり、彼女は政府が問題ではなく解決策を提示すべきだと考えています。

ここでは主に、以下の3つの目標が必要となります。

①

財政と地域の不均衡を解消すること。これらの不均衡は、この数年で大幅に拡大し、上位1%の所得占有率が80年前と同程度の14%まで上昇しました（過去最低は1970年代の6%）。

②

安全性と健全性を目指す金融規制により、世界金融危機をもたらした自己中心的な行動を制限する。

③

国内外のショック（EU離脱プロセスなど）に対する緩衝材として、公的支出を利用する。

こうした経済政策は、1920年代と1930年代初めのチェンバレン首相とルーズベルト大統領から直接の影響を受けていると思われます。また、こうした倫理的な資本主義には、19世紀のイギリスにおける家父長主義を彷彿させるものがあります。

# 不安定なイギリス

## UNREADY

### UK

## イギリス経済の 3つの課題

テリーザ・メイ首相は、多くの理想を掲げていますが、具体的な政策はまだ実行していないため、評価を下すのは時期尚早です。強硬なEU離脱を選んだイギリスは、離脱が実現する2019年までに経済構造を根本的に変革する必要がありますが、猶予期間は明らかに不足しています。イギリス経済は、第二次世界大戦以降で最も困難な時期を迎えようとしています。直近の2017年には、主に以下の3つの経済問題が発生します。

### 1. インフレの高進

英ポンドの下落は間違いなく継続するため、輸入が家計の購買力を損なうことで、インフレが進行します

(2017年と2018年の予想はそれぞれ2.4%と2.5%)。インフレ率の上昇は、世界的なコモディティ価格の上昇によっても加速します(2015年11月から2016年11月にかけて4.70%の上昇)。これまでのところ、賃金の成長率が十分な水準を維持しているため(直近の統計では+2.3%)、インフレ率の上昇が一部相殺されていますが、インフレ予想が実現すれば、2017年にこうした状況が続くことはないでしょう。しかし中期的には、英ポンドの下落により、輸入製品は可能な範囲で国内製品に置き換えられるでしょう。とはいうものの、購買力が大きく改善することはないでしょう。

### 2. 賃金に関する懸念

通常の経済環境では、完全雇用により賃金上昇が期待されます。しかし、イギリス企業は、経済情勢の不透明性を理由に雇用を先延ばしする可能性があるため、こうした状況は実現しないものと思われます。リスボン条約第50条の発動は、イギリス企業に大きな心理的影響を与え、雇用が凍結される可能性があります。

一部のウォッチャーは、労働市場の底堅さにより、イギリスのEU離脱は大きな影響を与えないと指摘しています。しかし彼らは、イギリスのようにきわめて柔軟な労働市場であっても、実際に影響が及ぶのは通常6カ月以上かかることを忘れていません。したがって、真の意味でイギリスの労働市場を評価するには、1月18日と2月に発表される国家統計局の失業統計を待つ必要があります。

### 3. 競争力における脅威

理論上、英ポンドの下落は、現在の不確実な環境においてイギリス経済を後押ししますが、輸出価格の弾力性が低い実質ベースでの成長は限定的です。確かに、予算責任局の調査では、相対価格が1%低下しても9四半期後の輸出は0.41%しか増加しないとされています(石油関連製品を除く)。一方、フランスで同様の価格低下が起こった場合、輸出は0.8%増加します。

したがって、英ポンドの下落によりイギリス企業で期待される価格競争力の改善は、言われているほど決定的な影響をもたらさない可能性があります。法人税の引き下げを行えば、イギリス企業の短期的な投資を促す可能性があります。しかし、EUと有利な協力関係を構築できない場合、イギリスは中期的には意欲的な再工業化計画を導入する必要があります。こうした計画を実行すれば、赤字支出の統制が緩み、債券市場における緊張の高まりにより債務負担が増加するでしょう(イギリスの10年国債の利回りは、年間での最低水準から2.3倍になっています)。また、イギリスの信用格付が引き下げられるのも回避できないでしょう。



強硬なEU離脱を選んだイギリスは、2019年までに経済構造を根本的に変革する必要があります。

## 中東欧 – イギリスの最高のパートナー

イギリスは、EUとの交渉において、フランスをはじめとする多くの国から冷遇されるでしょう。しかし、現在のフランス政府は、4月に大統領選を控えているため、ヨーロッパレベルで大きな影響を与えることができません。ヨーロッパからイギリスへの輸出は、EUのGDPのわずか3%であり、イギリスからEUへの輸出はイギリスのGDPの約13%となっています。そのため、一見するとパワーバランスはイギリスよりもEUにとって有利です。

しかし、テリーザ・メイ首相は、中東欧諸国の支援を期待することができます。これらの国は、今四半期に2つの深刻な問題に直面します。1つは米ドルの上昇ですが、当社はこれが同地域に大きな金融リスクをもたらさないと考えています。実際のところ、対GDP比で見た場合、中東欧の米ドル建ての債務はきわめて低い水準にあります。こうした債務が最も多いのはポーランドとチェコであり、対GDP比で約10%となっていますが、チリ（35%超）やトルコ（約25%）と比べれば対応可能な水準です。

2つ目の問題は、イギリスのEU離脱が中東欧に与える経済的影響です。チェコとスロバキアは、イギリスからの中東欧への投資において最も重要な国であり、強硬なEU離脱によって最もリスクが高まります。短期的には、EU離脱の決定は投資フローに大きな影響を与えていません。スロバキア西部では、ジャガーランドローバー工場の新規建設が進められており、2018年には生産を開始する予定です。この工場は、GDP成長と雇用に大きく寄与するでしょう。

しかし中期的には、地域内におけるイギリス企業の継続性が不確実となっています（チェコに営業拠点を持つイギリス企業は300を超え、周辺国へのハブとして機能しています）。こうした経済的な依存により、イギリス政府には重要な利点をもたらされます。同政府は、投資の継続と引き換えに、交渉プロセスにおいて中東欧諸国の支援を要請する可能性があります（「EUパスポート」など）。

イギリスの外交部門は、1973年以降、重要な貿易協定の交渉を行っておらず、関係するチームも存在しません。一方、イギリスは分割統治に長けており、EU離脱が実現した際は友好的なヨーロッパ諸国から大きな譲歩を引き出し、最終的には予想を上回る成果を上げる可能性があります。しかし、これはまだ確実ではありません。



### クリストフ・ダンビ / マクロ分析責任者

クリストフ・ダンビは、サクソバンクのエコノミストであり、フランスのパリを拠点としています。パリのオフィスでマクロ経済と金融市場のリサーチを担当しています。パリ政治学院で政治学の修士号、ポーランド科学アカデミー経済学研究所で経営学修士号を取得しています。

# 危険なジェットコースター RISKY

## ROLLERCOASTER

BY ジョン・ハーディ/ FXストラテジー責任者

EUの存続に関するアメリカの対応については、トランプ大統領の政策についてさまざまな憶測が飛び交っています。今年のヨーロッパは数多くの選挙を控えており、通貨取引は向こう1年について緊急の課題を数多く抱えています。

今後3カ月と2017年を予測するに当たって、まずは2016年の重要な通貨イベントを振り返りたいと思います。昨年は、予想外の劇的な展開が続きました。とはいっても、2016年の混乱を経て、2017年が平穏な年となるという意味ではありません。市場ではポジションが積み上がっており、2017年は多くの市場で大きな変動を避けることができないでしょう。年初に関して一般的な想定が外れれば、その後の展開は予想がさらに難しくなります。

2016年はさまざまなイベントがあり、通貨は資産市場において注目の的となりました。2016年当初は、人民元の大幅な切り下げに関する懸念が急速に高まりました。資産市場が世界的に崩壊する中、日銀はマイナス金利の導入を発表し、市場にサプライズを与えました。当初はこれに反応して円売りが進んだものの、その後の買い戻しによりこの政策は失敗に終わりました。

米連邦準備制度理事会（FRB）が年内の利上げを先延ばしにすることを確約し、中国が人民元を買い支えることを発表したことで、資産市場はその後大幅に反発しましたが、米ドルの上昇は年の後半まで実現しませんでした。6月23日の国民投票によりEU離脱という予想外の結果となったことで、英ポンドは当然ながら大きな打撃を受けました。

その後日銀は、円高の加速を受けて、9月にイールドカーブコントロール政策を発表しました。第4四半期に全世界の金利が大幅に上昇したことから、この発表はタイミングとしては完璧なものとなりました。ドナルド・トランプ氏が11月8日に大統領選で劇的な勝利を収め、円相場は急展開します。トランプ氏の勝利により、アメリカの政策に関する予想は書き換えられ、2016年の大半の期間で注目されていなかった米ドルの動きが活発化しました。

一方、一部の新興国通貨は、上半期に金利が低下する中でキャリートレードが復活したこともあり、2016年の大半の期間で最大の上昇を記録しました。

人民元の切り下げという大混乱の懸念が後退し、主要コモディティの価格が安定、ないしは大幅な上昇となったこともこうした展開を後押ししています。

2016年は、FRBのわずか2回の利上げを経て、年末に米ドルが13年ぶりの高値に近づきました。2016年はさまざまなイベントがありましたが、2017年も大きな変化が予想されています。年間の取引における最も重要なテーマを以下で具体的に示したいと思います。



名目成長率が実質成長率を上回ることで、アメリカの実質金利はマイナスに陥る可能性が高まります。



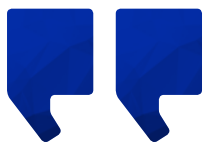


# 危険なジェットコースター RISKY ROLLERCOASTER

新年が当初から急速な展開となり、政策と政治に関するリスクがあらゆる地域で増大していることから、当社は、2017年全体についてもジェットコースターのような市場展開になると考えています。

トランプ大統領の政策は完全に織り込み済みでしょうか？また、これによりドル高は今後も加速するのでしょうか？

現時点で米ドルの展望を予測するのは難しいでしょう。なぜなら米ドルは、年初の時点でかなり割高となっており、米ドルインデックスベースでは13年ぶりの高値を記録しています。市場は、トランプ氏が財政支出の拡大と減税により供給側を活性化させることで、アメリカ経済においてレーガン大統領期のような景気を実現すると見えています。こうした施策は特に企業をターゲットとしたものであり、ひいては国内投資の拡大が期待されています。しかし、1980年代初めのレーガノミクスと2017年のトランポノミクスでは、与える影響の面で多くの違いがあります。



2017年は、EUの政治、さらには存続に関する不確実性が再び高まります。

当時のアメリカのバランスシートは、公共および民間ともに半分以下の規模であり、借入と金利は長期的な縮小傾向を迎えつつありました。現在はどうでしょうか？金利は過去最低まで低下しており、経済活動における借入はかつてないほど拡大しています（これら2つの要素は当然ながら相互に影響します）。

つまり、刺激策とFRBの利上げに対する予想により金利が上昇すれば、経済成長が即座に影響を受け、最終的に信用収縮と景気減速が実現することになります。

ここでは、タイミングに関して工夫が必要となります。第1四半期はすでに逆風が吹いているのでしょうか？それとも私たちは、消滅しかけたアニマルスピリットが復活し、景気サイクルを引き伸ばす能力を過小評価しているのでしょうか？いつものことながら、取引では機敏な対応を維持する必要があります。基本シナリオでは、トランプ政権とトランポノミクス（またはレーガノミクス2.0。結局のところトランプ氏は、レーガン大統領の下で顧問を務めた人物を採用しています）が当初は大規模な租税政策と財政刺激策により景気を後押ししますが、市場はその一部をすでに織り込んでいます。また、インフレの復活に直面したFRBは、2017年の初めの時点で後手に回っている感をさらに強めているようです（インフレの一部は、中国を要因としたものであり、同国は主要産業において過剰生産能力の解消を目指しています）。

しかし、時が経つにつれ、無規律な財政支出により物価が上昇し、さらには実質成長率を大幅に超える展開となれば、インフレまたは成長は、最終的に「悪性」と見なされるでしょう。つまり、名目成長率が実質成長率を上回ること、アメリカの実質金利はマイナスに陥る可能性が高まります。こうした実質でのマイナス金利は米ドルにも即座に波及します。米ドルは、2011年の長期的な最低水準から長年にわたって上昇していますが、2017年の第1四半期ないし第2四半期にピークを迎える可能性があります。

EUの政治的混乱は、EUの新たな政治・金融危機をもたらすのでしょうか？

EUの政治、さらには存続をめぐる今年の不確実性は、2012年以降と同様の高まりを見せるでしょう（2012年以降は、欧州中央銀行（ECB）が金融支援によりEUの存続を支えています）。オランダでは3月、フランスでは4月と5月（第1回投票と決選投票）、ドイツでは秋口に選挙が予定されています。これに加え、イタリアではマッテオ・レンツィ元首相が2016年の終わりに国民投票で敗れたことにより、選挙が前倒しで行われる可能性があります。またギリシャでは、救済に向けた新たな構造改革に関して再交渉が行われる可能性があり、予断を許さない状況となっています。

# 危険なジェットコースター RISKY ROLLERCOASTER

ユーロは、今年の早い段階、またはフランスの選挙直前に底打ちすると思われるかもしれませんが、ボラティリティは予想を下回る水準となるでしょう。しかし、ECBが金融政策をフル稼働したとしても、ユーロの見通しは政治力学の不確実性から逃れることができません。EUを現在の形で存続させるには、その枠組みを長期的に再構築する必要があります。しかし、今後12カ月で通貨同盟を脱退する国がなかったとしても、こうしたプロセスには何年もかかるでしょう。

## 中国の通貨政策 – 今後の展開はいかに？

中国政府は、自国の経済統制に自信を持っており、これは既知の事実となっています。しかし、中国がGDP成長率を無理にでも維持しなければならないことを考えると、政策の選択肢は次第に条件が悪くなっていくでしょう。バブル後の資産暴落が実現したことで、消費主導の経済への移行や、非効率的な国有企業の閉鎖が難しくなり、金融システムには大きな負荷が加わることになるのでしょうか？ 今年の重要な政治イベントは、10月の中央委員会総会までありませんが、これは今後5年間の指導部を選出する重要なイベントとなります。

少なくともそれまでの間、向こう1年は人民元が緩やかな下落を続けることになるでしょう（この数年の中国は多額の債務を抱えており、人民元が下落すれば負担を若干減らすことができます）。しかし、人民元の緩やかな下落により、資本流出が悪化することは避けられません。なぜなら、中国から資金を引き上げたいと考える投資家は、チャート上で線を引いて、将来の価値が現在よりも下がることを知っているからです。

大幅な通貨切り下げでは、政策に関する中国の選択がリスク要因となり、このリスクは春節直後に高まるでしょう（中央委員会総会はしばらく先ですが、今年の春節は1月28日からです）。2016年後半に導入された厳格な資本統制は、国として妥当な統制手段といえるのでしょうか？ それとも中国は、大幅な通貨切り下げを準備しているのでしょうか？

このセクションのタイトルの疑問について、別の疑問で掘り下げるのは可能でしょうか？ それは不可能です。しかし、中国が大幅な通貨切り下げを選択した場合、同国の通貨政策は2017年に重要性を増します。

## 日銀の新たなイールドカーブコントロール政策では、どこまで円安が進むでしょうか？

日銀が9月に新たなイールドカーブコントロール政策を発表し、その直後に予想外の金利上昇となったことから、日本円は2016年終わりの重要な取引テーマとなりました。この政策は、アメリカ大統領選後の急速な金利上昇が後押しする形となり、タイミングとしては幸運な結果となりました。つまり、日本の債券利回り（少なくとも10年物日本国債）は、ゼロを大きく上回る水準まで上昇できず、他の国の利回り上昇が日本の債券利回りではなく日本円に吸収されることとなります。したがって、2017年の円安は、世界の債券利回りが反落するまで進行するでしょう。

追跡すべきもう1つの要因として、日本のインフレ率と、財政刺激策に対する政府のコミットメントがあります。日銀の新たな政策では、本質的には自らのバランスシート統制を政府に引き渡すことになり、政府は理論上、思う存分刺激策を拡大することができます。しかし、急速に円安が進めば、日本の新たな財政刺激策はそれほど緊急ではなくなる可能性があります。なぜならインフレ率が上昇した場合、安倍首相は、第3の矢（成長戦略）またはさらなる刺激策を強く推し進めない可能性があるからです。安倍政権が日銀の量的・質的金融緩和（QQE）とイールドカーブコントロール（YCC）の完全導入を望まない場合、日本の実質金利は他の地域と違ってそれほどマイナスとならず、結果として円の支持材料となります。

## 英ポンドは底打ちしたのでしょうか？ 強硬なEU離脱のリスクは完全に織り込み済みでしょうか？

英ポンドが2016年の終わりに底打ちしていないのなら、2017年の早い段階でそうなるでしょう。EU離脱のリスクは確かに数多くありますが、すべての

# 危険なジェットコースター RISKY ROLLERCOASTER

ものには適正な価値があり、英ポンドは2016年の劇的な展開で大幅に割安となっていることに注意する必要があります。EUにおける2017年の政治イベント、そしてその後のユーロ下落の可能性を考えると、英ポンドは対ユーロですでに底打ちしている可能性があります。今年のヨーロッパが「ポピュリズムの隆盛」による打撃をほとんど受けないとしても、次期フランス大統領と目されるフィヨン氏は、親英かつ欧州委員会の強硬な批判者とおおむね認識されており、同委員会については権限の改革を支持しています。イギリスにおける長期的な構造的赤字への取り組みが十分でないとしても、イギリス海峡を挟む友好関係により、妥当なEU離脱交渉が期待されており、結果として英ポンドに有利な展開となる可能性があります（交渉にはかなりの時間が必要ですが、いずれにせよ実行されます）。対米ドルでは、今年初めにGBP/USDが短期的に安値を更新するかもしれませんが、行き先は不透明です。

## その他の通貨：

**CHF/スイスフラン** – 2017年のEUは難しい政治イベントを控えており、EUR/CHFには引き続き下落圧力が加わると考えられます。また、スイス国立銀行は防衛策を維持することになるでしょう。EUR/CHFが大幅に上昇し、スイスフランが「正常化」するには、ECBが量的緩和を終わらせ、有効な手を打つ必要があるでしょう。これと同時に、EUのインフレ率の適正化を進め、スイス中銀は予想外の新たな政策措置を導入する必要があります。

**AUD/オーストラリアドル、CAD/カナダドル、NZD/ニュージーランドドル** – これらのコモディティ通貨は、2016年にまずまずのパフォーマンスとなりました。コモディティ価格が安定し、一部では上昇するなど、年初の安値に強力な下支えが入る形となりました。2016年の後半は、トランプ氏の刺激策とOPECの原油価格引き上げ交渉への期待から、オーストラリアドルとニュージーランドドルに対してカナダドルが上昇し

ました。一部の通貨ペア（対日本円や対ユーロ）は、リフレを要因として2017年初めに比較的底堅く推移する可能性があります。こうしたテーマに対する逆風は2017年に次第に強くなるでしょう。当社は、中国の通貨政策により、特にオーストラリアドルとニュージーランドドルのリスクが高まると考えています。また、オーストラリアの信用拡大が急速な縮小に転じることとも両通貨に影響を与えます。カナダドルは、同様に信用サイクルの影響を受けますが、米ドル上昇の影響と、トランプ氏への期待から、少なくとも2017年の初めはコモディティ通貨として相対的なアウトパフォーマンスとなる可能性があります。

## NOK/ノルウェークローネ、SEK/スウェーデンクローナ

– 過去の基準と比べて相対的に安い状態が続くならば、2017年の北欧2通貨は適正水準に大幅に近づきます。結局のところ、総じて相場の動きが少なければ、対ユーロ、そしておそらくはオーストラリアドルとニュージーランドドルもアウトパフォームすると思われます（通貨ペアとしては一般的ではありませんが）。EUR/SEKは、年間での上昇を経て、下落傾向となる可能性があります。スウェーデンの財務大臣は、急進的な金融政策プログラムが金融の安定性に及ぼすリスクを検討するよう2016年の終わりにスウェーデン国立銀行に強く要請しており、同中央銀行の積極的なハト派姿勢が政治的影響を及ぼしています。

**新興国市場**：2017年の新興国通貨は、2016年のきわめて堅調なパフォーマンスを経て、今後のテーマにもよりますが強弱まちまちとなるでしょう。米ドルの上昇により、ドルの動きに敏感な新興国通貨は年初も引き続き圧力を受けるでしょう（ドル安の数年で米ドル建ての債務を大幅に拡大した通貨）。バリュエーションの面で、2016年の市場は大事を逸してしまい、おおむね「リセット」の年となりました。アジアの新興国では、2016年終わりの展開が続き、最も圧力が高まるでしょう。リフレトレードが2017年の前半以降も継続するとは到底思えないため、コモディティと連動する通貨が長期的な堅調さを維持する可能性は低いと思われます。



## ジョン・ハーディ / FX ストラテジー責任者

ジョン・ハーディは、サクソバンクのFXストラテジー責任者です。FXにおける彼の洞察は、サクソバンクの顧客、報道機関、金融機関から高い評価を受けています。CNBCとブルームバーグテレビジョンに数多く出演しており、FXウィークの通貨予想指数では何度も1位になっています。G10通貨、中央銀行の政策マクロ経済トレンドの特別解説文を定期的に行っているほか、サクソバンクの「大胆予測」に寄稿しています。

## 【重要な注意事項】

本レポートは、当社の親会社であるサクソバンク（デンマーク）が作成したものの邦訳です。

本レポートには、当社のサービスと商品についての情報を含みますが、お客様の投資目的、財務状況、資金力にかかわらず、情報の提供のみを目的とするものであり、金融商品の勧誘、取引の推奨、売買の提案等を意図したものではありません。

本レポートは、サクソバンクが信頼できると思われる情報にもとづき作成したのですが、次の点に十分ご注意ください。サクソバンクおよび当社は、本レポートが提供する情報、分析、予測、取引戦略等の正確性、確実性、完全性、安全性等について一切の保証をしません。

サクソバンクおよび当社は、本レポートを参考にした投資行動が利益を生んだり損失を回避したりすることを保証または約束あるいは言外に暗示するものではありません。

サクソバンクおよび当社は、本レポートに含まれる不確実性、不正確性、不完全性、誤謬、文章上の誤り等に起因して、お客様または第三者が損害（直接的か間接的かを問いません。）を被った場合でも、一切の責任を負いません。

サクソバンク証券株式会社

第一種金融商品取引業者 登録番号：関東財務局長（金商）第239号

商品先物取引業者 経済産業省および農林水産省許可

加入団体：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本投資者保護基金、日本商品先物取引協会

ウェブサイト：<http://jp.saxobank.com> | 電子メール：[info@saxobank.co.jp](mailto:info@saxobank.co.jp) | 電話：0120-007-390