



Q22017/  
**QUARTERLY** / **OUTLOOK**  
By #SAXOSTRATS

# Q2 2017

## CONTENT:

ヨーロッパの不均衡 .....	PAGE	3
高波を前に .....	PAGE	6
酔いから覚めた市場 .....	PAGE	10



# ヨーロッパの 不均衡

BY スティーン・ヤコブセン/ チーフエコノミスト兼CIO

投資では、資産と流動性におけるミスプライスを利用するのが最も有利となります。2017年の第2四半期を迎えるに当たって、ヨーロッパは域内の不安を払拭し、不安定な「トランプトレード」に依存するアメリカをアウトパフォームする勢いを見せています。

## ヨーロッパがアメリカをアウトパフォーム

昔からの投資哲学として、「最大の利益は資産と流動性のミスプライスから得られる」という考え方があります。資産が適正価格から乖離すれば、それだけ多くの期待リターンが見込めます。こうした考え方は流動性にも当てはまります。流動性が潤沢であれば、利益は期待できません。ジョージ・ソロスは、自らの「再帰性理論」においてこの考え方を応用し、次のように述べています。「通常、均衡が大きく崩れた状況では、認識と現実の乖離がいずれ頂点に達し、均衡方向への回帰が始まります。」

サクソバンクは、この理論が正にヨーロッパに当てはまると考えます。ヨーロッパに関する認識と現実の乖離は大きく広がっており、ユーロの上昇、景気循環株、地域全体の成長といった魅力的な投資機会が生まれています。

ドイツ債券を除く現在のヨーロッパの資産は、フランスとドイツの選挙、イギリスのEU離脱の結果といった懸念により、ある程度の割安状態となっています。こうした懸念の一部は妥当といえますが、過剰反応と思われる部分もあります。大半の懸念は単なる恐怖がもたらしたものであり、当社は向こう4年のヨーロッパ経済がアメリカをアウトパフォームすると考えています。

ヨーロッパとユーロには多大な政治的資本が投じられていますが、ヨーロッパ外の評価ではこの点が見過ごされています。



マリーヌ・ルペン氏がフランスの大統領になる可能性は否定できないものの、彼女が当選し、かつEU離脱に関する国民投票を実施するのはほとんど不可能です

ヨーロッパの政治家は有権者よりもヨーロッパを支持しており、この点を見過ごすべきではありません。欧州委員会委員長のジャン＝クロード・ユンケル氏は、2015年の一般教書演説で次のように述べています。

「欧州連合には『ヨーロッパ』という意識が欠けており、さらには『団結心』も欠けています。」

このような声明は別として、ヨーロッパは明らかに存亡の危機に立たされています。ここでの最悪のシナリオは何でしょうか？

マリーヌ・ルペン氏がフランスの大統領になる可能性は否定できないものの、彼女が当選し、かつEU離脱に関する国民投票を実施するのはほぼ不可能です。このように否定する根拠は何でしょうか？ フィナンシャル・タイムズのマイケル・ストザード氏は次のように述べています。

## ヨーロッパの 不均衡

「憲法第89条では、憲法改正には大統領ではなく、政府の発議が必要であると定められています。この発議は上院と下院の承認を受け、国民投票での承認、または国会での60%の支持を得る必要があります。

つまり、ルペン氏が国民投票を実施する場合、大統領としての彼女は、6月の議会選挙で議席の過半数を確保しなければならぬことになります。」

そのためフランスがEUから離脱する可能性はほぼゼロとなりますが、市場はこうした断片的な不安定さに対して「様子見」を維持しています。ルペン氏にとってはアン・マルシェ！のリーダーであるエマニュエル・マクロン氏が最大のライバルとなりますが、彼の手腕も今のところ未知数です。

新たな移民の流入が現在でも最大のリスクとなっています。オランダの選挙で明らかになったように、ポピュリズム政党に対する支持は、移民数と連動しています。認めたくはありませんが、これは事実です。そのため、トルコのエルドアン大統領がEUに向かう移民に対して国境を再び開放すれば、政治的混乱とヨーロッパの暗い見通しに関するリスクは高まることになります。

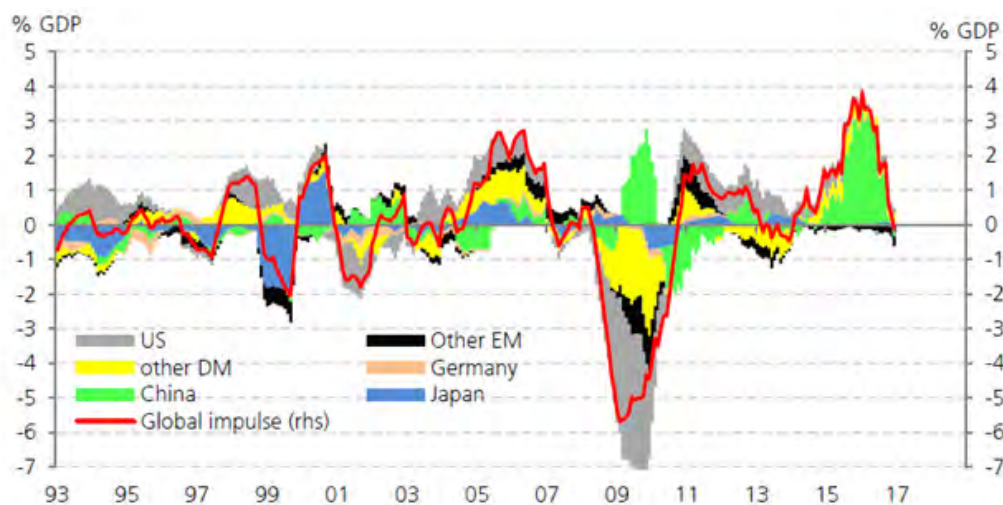
こうした状況を迎える可能性は現時点では50%ですが、フランスやドイツの選挙前に実現すれば、即座に大きな影響を与えることになります。第3四半期の選挙後は、ユーロが大きく変動すると思われる。

ヨーロッパは多額の経常黒字となっており、欧州中央銀行（ECB）は金融政策の引き締め（さらには量的緩和の縮小）に向かっています。また、中東欧諸国は、平均で3%を超える成長により好調を維持しています。

ユーロ圏で内的減価が進んでいるのは確かです。自国の内的減価を実現できない国は、代わりに支出と賃金を抑制しなければなりません。第2四半期のヨーロッパはアメリカをアウトパフォームしますが、グローバルマクロに関する当社の主要見通しでは、世界的なインフレ進行と同時に与信がピークに達したことを踏まえ、近い将来（12～18カ月）の景気後退の可能性が50%を超えるとの見方を維持します。



希望に基づく株価上昇、低利回り、社債の金利低下が間もなく終わると考える人はいません



出典：UBS

## ヨーロッパの 不均衡

認識と現実が最も離れているのは、景気後退に関するリスクについてです。市場はおおむね、景気後退の可能性を10%以下と見ていますが、サクソバンクと南アフリカのネドバンクの友人たちは60%以上の可能性があると考えています。

当社は「景気後退を予想」しているわけではありません。しかし当社の経済モデルでは大幅な減速が示唆されており、2016年前半の中国とヨーロッパでの大規模な与信増加がまだマイナスに転じていないことから、市場は慎重ないしリスク回避的になる可能性があります（その場合は当然ながら米国債をロングします）。

第2四半期を迎え、穏やかな陽気を楽しむ一方で、経済面では景気減速を間近に控えて「偽りの」春を迎えることになるでしょう。このような景気減速では、ヨーロッパ経済とユーロがアメリカと米ドルをアウトパフォームし、成長の主要エンジンとして借入に依存するアジアは、依存脱却に向けた改革を迫られることになるでしょう。

第2四半期と第3四半期は、熱狂的なトランプ支持者や非現実的なバリュエーションが現時点で示す世界とは大きく異なる可能性があります。これに注意を向け他に対策のしようがありません。私は今、香港に向かう前のチューリッヒ空港でこの記事を書いています。この4週間は30の顧客を訪問しました。30の顧客はすべて、株式をオーバーウェイトとし、さらなる上昇を予想しています。

つまり、希望に基づく株価上昇、低利回り、社債の金利低下が間もなく終わると考える人はいません。

私としては、J・P・モルガンの賢明な助言を皆さんにお伝えしたいと思います。彼は裕福になった秘訣を尋ねられたとき、短い言葉で以下のように答えました。

**「誰よりも早く利益を確定したからです」**



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、サクソバンクのチーフエコノミスト兼CIO（最高運用責任者）です。2000年にサクソバンクへ入社後、2009年よりチーフエコノミスト兼CIOに就任し、マクロ経済および政治的景観全体の分析とデリバティブ取引における資産配分戦略を担当しています。



# 高波を 前に

BY ジョン・ハーディ/ FXストラテジー責任者

第2四半期は、「ヨーロッパの政治リスク後退によるユーロの再評価」、「中国の減速、およびこれがコモディティ通貨や新興国通貨に与える影響」、「米ドルの見通しの不透明性（トランプ大統領は今後も難局を迎えるか？または就任後2カ月で大きな障害に直面した「トランプトレード」は再び活発化するか？）」の3つの主要テーマに注目したいと思います。

## FX市場のボラティリティ上昇

ブレグジット、フランスの重要な選挙を4月と5月に控えた欧州連合の政治的不透明性、トランプ大統領がメディア等との争いに終始して選挙公約に着手できない（本人は自身に対してネガティブキャンペーンを行っていると言われている）、といった要因にもかかわらず、2017年第1四半期のFXのボラティリティは大幅に低下しました。

第2四半期は、フランスの選挙が終わり、市場がヨーロッパの成長回復を適切に織り込むことにより、EUの政治的不透明性の大半が払拭されると思われます。

アメリカについては、トランプ大統領が政治的な「沼」で身動きが取れなくなる可能性と、下院と上院の僅差の過半数により待望の政策を可決し、米ドル高を実現できるかどうか注目する必要があります。

いずれにせよ、世界的に異常なほど懸念が軽視されているため、重要なテーマを検討してみると、第1四半期にボラティリティが大幅に低下した後で、市場のボラティリティ

が増加に転じるとは思われません（FXオプションについては、2014年以降で最低水準に近づく場面が何度かありました）。

## 「トランプトレード」は失速しつつも継続？

混乱の中で就任したトランプ大統領は、選挙公約を短期間で現実の政策として実現することに苦慮しており、市場の支持を失いつつあります。しかし、こうしたつまづきにもかかわらず、トランプ大統領は両院で過半数を掌握しており、政策立案における重要な要件を満たしています。

2018年に選挙を控える共和党は、成功も失敗もすべて引き受けることを覚悟しており（その時の景気によって評価は変わります）、トランプ大統領を支持しない共和党議員ですら当面の成果を得たいと考えています。したがって当社は、トランプ大統領の今後の可能性を否定しませんが、タイミングは依然として不透明です。



2017年第2四半期は、フランスの選挙が終わりEUの政治的不透明性の大半が払拭されると思われます

## 高波を前に

第2四半期のトランプ大統領は、就任以来の長い失速を経て転換点を迎えるでしょう。当社としては、米連邦準備制度理事会（FRB）を検討する前にトランプ大統領について言及する必要があります。なぜなら当社は、既存の指針（向こう18カ月の約4回の利上げは3月後半で織り込み済み）に対するFRBの調整が、統計上の大幅なサプライズ、またはトランプ政権の新政策によってのみ実現すると見ているからです。第2四半期の米ドルについては、上昇と下落の両方のリスクが存在します。トランプ大統領は大きな影響力を持つものの、市場が懐疑的になっていることから、どちらかといえば上昇の可能性が高まっています。

### ユーロの回復？

ユーロは、2017年前半の政治的不透明性において大きく変動することはありませんでした。これは、ヨーロッパ全体の統計において明確な力強さが確認されたことに加え、欧州中央銀行のマリオ・ドラギ総裁が、見通しは十分に改善し、銀行は下振れリスクへの警戒を解くべきだとの強引な声明を発表したためです。



**ブレグジットには数年を要する可能性があり、これにより市場では、不確実性に基づく割安感が次第に解消される可能性があります**

市場はさらに一歩進んで、来年初めのECBによる最初の利上げを織り込み始めています。長期のイールドカーブでは、第1四半期のヨーロッパの金利がアメリカを上回る上昇となっており、ユーロは今年初めの底を大幅に上回る水準を維持しています。フランスの選挙が終わり、マリーヌ・ルペン氏が十分な結果を残せなかった場合、金利のさらなる上昇が見込まれます。また、量的緩和の縮小に関するECBへの期待により、イールドカーブから外れて予想金利のさらなる調整が進むでしょう。

第2四半期はまだ始まったばかりですが、EU債の発行が行われない場合、イタリアをはじめとする脆弱な周辺国がECBの量的緩和の縮小にどのように対処するかが長期的な重要懸念となるでしょう。スイスフランについての当社の考えは後述します。

### 中国の引き締め

中国は、成長加速と信用崩壊の回避を目指し、2015年と2016年に大規模な流動性供給を行いました。また、中国は石炭や鉄鋼といった主要産業において生産能力を削減することで、価格を維持すると同時に、多額の債務を抱えた国有企業（SOE）への圧力を解消しました。

この数カ月は流動性が減少しており、第2四半期に向けて信用環境が引き締められています。

中国の信用トレンドは、国内だけでなく世界経済にとって重要となります。また、流動性の減少は、第2四半期と第3四半期に大きな影響を与え、中国と関係の深いコモディティおよび経済の勢いに陰りが出る可能性があります。

中国は、オーストラリアの最も重要な輸出品目である鉄鉱石を大量に輸入しているため、G7ではオーストラリアが特に影響を受けるでしょう。中国において成長減速の兆候が表れれば、新興国全体も減速する可能性があります。

### 円安の維持に苦慮する日銀

日銀は、最高のタイミングでイールドカーブコントロールを開始しました。このときは、アメリカの利回りが大幅に上昇したことにより、日本とその他の国のスプレッドが急激に拡大し、債券ではなく日本の通貨に大幅な調整が入りました。

第1四半期の後半、日本円はリスク許容度の低下という厳しい状況を迎え、円高が進行しました。また、トランプトレードに失速の兆しが表れ、アメリカでは利回りが大幅に低下しています。

## 高波を前に

こうした状況は、日本円が利回りとリスク許容度に対して依然として敏感であることを浮き彫りにしています（また、利回りとリスク許容度は圧力が加わると同時に動くのが一般的です）。トランプトレードと世界的なリフレトレード（おそらくは中国の懸念と関連）が進捗せず、不満がさらに拡大してリスク選好度が大幅に調整されれば、第2四半期の円は、特に新興国通貨やコモディティドルなど、過去15カ月で最も人気の高かった通貨に対して何度か堅調な上昇局面を迎える可能性があります。

一方、利回りが再び上昇し、世界的な見通しが安定を維持すれば、第2四半期の日銀は第1四半期のECBと同じ措置を取らざるを得なくなるでしょう。つまり、国内経済の改善を認め、金融政策の枠組みを調整することになります。

一般に、最悪のシナリオと楽観的なシナリオのいずれにおいても日本円の下落幅は限定的となるでしょう。

### 英ポンド – 重大な決断は時期尚早

貿易加重で見た場合、英ポンドは誰の目にとってもきわめて割安となっており、世界的な金融危機のときのユーロと比べても大幅な割安となっています。イギリスが現在も多額の双子の赤字を抱えており、今後のブレグジットの不透明性が高いことを考えると、英ポンドの割安感が妥当かどうかは確かに疑問が残ります。当社としては、イギリスが最終的にヨーロッパ諸国から妥当な取り決めを引き出し、長期的な英ポンド相場は上昇傾向になると考えます。

当社にとって問題となるのはそのタイミングです。今が最適でしょうか？それとも、ブレグジット交渉の問題点をさらに探る必要があるのでしょうか？このプロセスは、ドイツの選挙が終わるまで本格化することはなく、この選挙が接戦となれば、市場はイギリス政府の交渉相手が誰になるか確認することができません。

さらに、ブレグジットには数年を要する可能性があり、これにより市場は「不確実性に基づく割安状態」を解消する可能性があります。

### その他の通貨：

**スイスフラン** – FX投資家は、スイスフランの扱いに長年悩んでいます。スイスフランが現在も大幅な上昇圧力にさらされており、スイス国立銀行はEUR/CHFのさらなる下落を阻止するために引き続き干渉を続けなければならないからです（EUR/CHFはいずれにせよ身動きが取れない状態です）。

ネガティブキャリーにより高コストとなっているスイスフランをロングで持ち、ポジション解消後の逃避先を求める投資家にとって、フランスの選挙はおそらく大きな障害とならないでしょう。真の困難は、EUの長期的な政治見通し、そしてEUが相互債務証券の発行を認めない限り、EUの存続の危機が続くという事実です。

たとえば、ECBが量的緩和を行わなかった場合、2018年から2021年に満期を迎える6,000億ユーロのソブリン債をイタリアはどのように借り換えるのでしょうか？今年の秋にドイツの選挙が終わるまで、EU債の発行は難しいと思われる。マルティン・シュルツ氏が勝利すれば、現時点でその確率を予想するのは難しいものの、ドイツがEUの財政統合に向けたコミットメントを強化することも考えられます（このシナリオは、ヴォルフガング・ショイブレ財務相のときよりもはるかに現実性を帯びています）。

EUの相互債務証券が発表されれば、EUR/CHFは1.20、またはそれ以上に上昇する可能性があります。

### オーストラリアドル、カナダドル、ニュージーランドドル

– 第1四半期のコモディティドルは興味深い展開となり、この状況は第2四半期も続く可能性があります。ニュージーランドドルでは大幅な過大評価の巻き戻しが始まり、一方でカナダドルは、トランプトレードが再開するか否かにかかわらず相対的に割安感があります。住宅市場によるオーストラリアドルのリスクについては、結果としてロールオーバーのリスクが高まっています。オーストラリアの銀行が信用基準を厳格化しており、中国の景気減速も継続する可能性があるためです。



## 高波を前に

したがって、当四半期に関する当社の予想に基づくテーマの例として、AUD/CADの下振れとEUR/NZDの上振れを挙げることができます。

### ノルウェークローネとスウェーデンクローナ -

当社は、ユーロに対する相対価値に基づいてスウェーデンクローナを愛好します。また、スウェーデンは輸出への依存度が高く、伝統的にヨーロッパ経済の影響を受けます。さらに、スウェーデン国立銀行は、ハト派的なスタンスを転換しつつあります。ノルウェークローネは比較的魅力が少なく、第1四半期はノルウェー中央銀行がインフレ予想を大きく引き下げたため、大幅な供給過剰が原油価格に引き続き圧力を加えると思われる。

**新興国通貨** - アメリカの大統領選により昨年11月は大きな中断が入りましたが、第1四半期の新興国通貨は2016年初めと同様に大幅に上昇しました。

市場はトランプ大統領の絶え間ない批判にうんざりしており、メキシコペソは新興国で最も堅調な結果となりました。トランプ大統領は、メキシコペソの米ドルに対する競争力を弱めようとしていたため、結果として彼の目的にとっては逆効果となりました。トランプ政権の慎重な声明では、第1四半期のペソに対する大きな関心が窺えます。

米ドルがおおむね軟調であり、FRBの利上げ加速に対する懸念がないことが、新興国通貨とキャリートレード全般の重要な支持材料となりました。大幅な調整が見込まれることに加え、世界的なリスク許容度がかつてないほど高まっているため、新興国通貨のさらなる上昇は難しいと思われる。

当社は、中国における流動性の低下が、第2四半期と第3四半期の新興国通貨の見通しに影を落とすと懸念しています。同様に、リフレートの勢いも沈静化するでしょう。



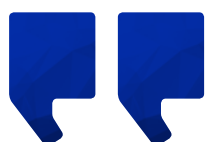
### ジョン・ハーディ / FX ストラテジー責任者

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。通貨市場における戦略と分析の提供に焦点を当てており、FX市場の分析と予想において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。FXウィークの通貨予想指数では何度も1位を獲得している他、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は書いています。

# 酔いから 覚めた市場

BY オーレ・ハンセン／コモディティストラテジー責任者

第1四半期のコモディティの強気市場は、大規模なリフレトレードが大きな関心を集めたことにより始まりました。しかしその後は、現実への急速な回帰が始まり、結果として金はプラス、原油はマイナスとなりました。



心理の悪化による3月の急速な調整が  
すぐに解消されることはないでしょう。

## 原油価格の回復はまだ先

昨年11月のドナルド・トランプ氏の米国大統領選、およびOPECの生産削減合意がコモディティに波及効果を及ぼしたことにより、投機筋の需要が大幅に増加し、これが2月まで続きました。

しかし第1四半期中は、投機的なポジションの増加による価格変動は認められませんでした。

第1四半期が終わると、OPECとOPEC非加盟国の生産削減が他の地域の増産によりカバーされたため、原油価格に再び圧力が加わりました。

トランプ大統領がもたらした勢いは、成長政策に対する承認を議会から得られるか疑わしくなったときに衰え始めました。

ブルームバークのコモディティ指数（主要コモディティのバスケット）は、この1年の横這いを経て3月に弱含みつつあります。特に原油が低迷しており、ファンドからの売却は過去最高を記録しました。

各セクターで複数のリスクが存在するため、第2四半期に同指数が反転する可能性は低いでしょう。強気市場が衰えつつある中、ドルがある程度の支持材料となる可能性があります（特にユーロと日本円の主要2通貨に対して）。



## 酔いから 覚めた市場

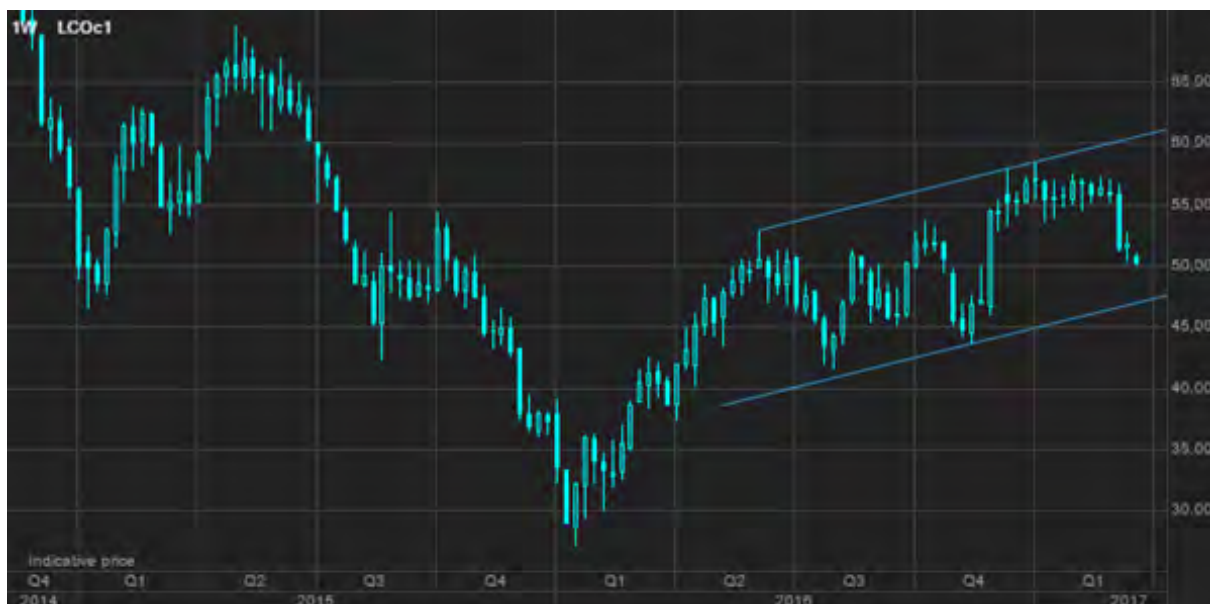
原油のファンダメンタルズは、まだ十分に堅調とはいえ、継続的な回復を支えることはできません。こうした状況は、10億バレルを超える強気のポジションがファンドから一度は入ったものの、第1四半期の原油が1バレル=55ドルの抵抗線で押し返されたときに明らかになりました。

生産削減を進めたOPECとOPEC非加盟国については、前向きな関心が多く寄せられました。しかし、各加盟国が合意に従わず、他の地域が増産を進めたため、こうした取り組みは挫折し、価格は弱含みつつあります。

心理の悪化による3月の急速な調整がすぐに解消されることはないでしょう。OPECは、市場の均衡を図るという目的のために、現在の生産削減を6カ月以上継続せざるを得ない可能性があります。

しかし、取り決めに延長するには、OPECとOPEC非加盟国の同意を得る必要があります。ロシアとイラクが取り決めに従っておらず、サウジアラビアはいらだちを募らせているようです。取り決めが始まってから12週間も経たないうちに不和が発生しているため、12カ月も継続させるのは難しそうです。

アメリカでは週ごとに生産が拡大しています。採掘機の数には2015年9月の水準に戻っていますが、損益分岐点となる山元価格は下落し、採掘機当たりの生産量は増加しています。2017年の生産量の35%以上がすでにヘッジされており（出典：ゴールドマン・サックス）、アメリカの現在の増産見通しを変えるには、大幅な下落が必要となります。



出典：サクソバンク

## 酔いから 覚めた市場

ブレント原油が1バレル=60ドルを目指す前に50ドルをつけるという当社の予想は第1四半期に実現しました。回復の道のりはまだ長く、当社は第2四半期のブレント原油が1バレル=50ドル近辺を維持するものの、一時的に1バレル=45ドルまで下落する可能性があると考えます。需要の増大と供給の減少が最終的に価格に良い影響を与えることから、年末の予想については1バレル=58ドルに引き下げます。

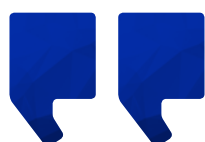
原油	
強気要因	弱気要因
需要の増大に対応するための投資を呼び込むには、原油価格1バレル=55ドル~65ドルが必要	OPECとOPEC非加盟国が合意した生産削減を実現できない
主な輸出国で地政学的な不安が高まる	ナイジェリア、リビア、アメリカにおける増産（特にアメリカ）
OPECとOPEC非加盟国の予想を上回る減産	ファンドの強気のポジションが引き続き減少
ドル安の見通しが現実化	世界的な在庫積み増しが長期化しており、価格引き下げにより供給を制限する必要がある

アメリカの利上げを前に金に再び売り圧力が加わりました。しかし、2015年と2016年の12月に2回利上げが行われたときと同様に、今回の発表は一旦は価格を引き下げたものの、買い手が押し戻す形となりました。年初の金と銀は、地政学的懸念の増大により堅調な展開となりましたが、3月15日の連邦公開市場委員会（FOMC）会合を前にヨーロッパとアメリカの双方で大きく売られました。

FOMCは、2017年と2018年の追加利上げをそれぞれ2回に限定するという見通しを変えなかったため、懸念されていたタカ派的な利上げは実現しませんでした。インフレと成長の見通しが悪化する中、金と銀は堅調を維持することが見込まれています。ドル安と債券利回りの低下が両金属の相場を後押しし、トランプ大統領と市場の蜜月にも陰りが見え始めています。

投資家は金に対して態度を決めかねていますが、1月と2月は投機的なロングポジションが急速に積み上がり、FOMCを前にさらに増加しています。金相場を維持するには、ドル高と債券利回りの上昇に関する期待がこれまで以上に後退する必要があります。

一方、世界は現在、一連の地政学的リスクに直面しており、こうしたリスクは長期的に見ても最高水準まで高まっています。投資家は分散と想定外の事象に対するヘッジを求めており、リスクが高まる状況は、彼らの需要を今後も呼び込むと思われる。

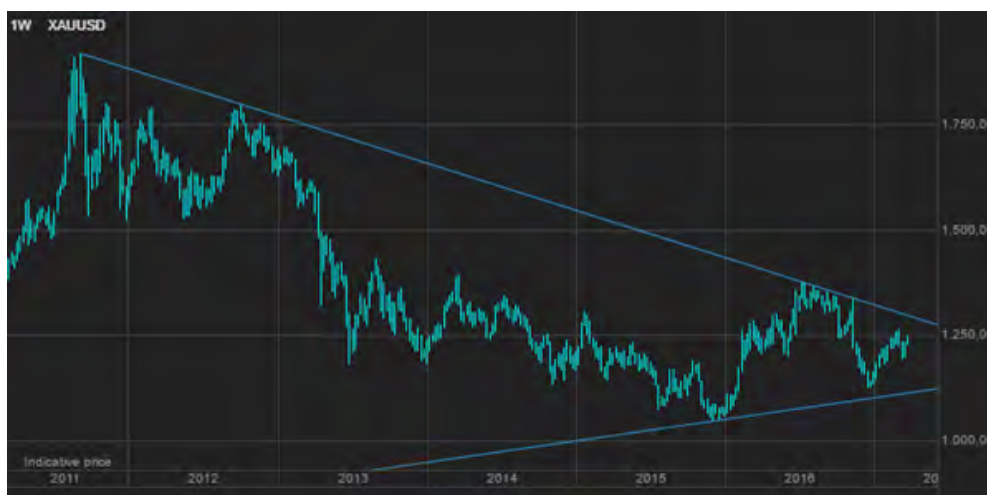


金相場を維持するには、ドルと債券利回りの上昇に関する期待がこれまで以上に後退する必要があります

## 酔いから 覚めた市場

工業用金属については、銅を中心として供給の混乱が多発したものの、軟化の兆しが出ています。銀に対するヘッジファンドの正味のロングポジションは、5年平均の3倍となっており、金は半分となっています。

こうした状況を考えると、銀が金に対して相対的に健闘する可能性があります。金銀レシオ（XAU/XAG：金と銀の価格比）は、年初来で68～72倍となっており、金が再び相対的に上昇すればさらなる関心が集まるでしょう。



出典：サクソバンク

当社は、金に関する年末の予想を1オンス=1,325ドルで据え置きとし、工業用金属の上昇を踏まえて、銀は1オンス=19ドルになる可能性があると考えています。

金（貴金属）	
強気要因	弱気要因
アメリカの成長とFOMCのタカ派スタンスへの期待が過度に織り込まれている事	トランプ大統領の成長戦略が債券から株式への移行を継続的に後押し
多数の地政学的リスクにより分散とヘッジの需要が増大	アメリカ経済の予想外の改善によるFOMCへの利上げ圧力
株式市場のさらなる混乱による債券利回りの低下	



### オーレ・ハンセン／コモディティストラテジー責任者

オーレ・ハンセンは、サクソバンクのコモディティストラテジー責任者です。2008年にサクソバンクに入社後2010年にコモディティストラテジー責任者へ就任し、世界のコモディティ市場における投資戦略と分析を担当しています。



## 【重要な意事項】

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