

アセット・アロケーション： 当社が確信していること

PHILIPPE ITHURBIDE、リサーチ、戦略、分析部グローバル総括

ここ数週間に起こったこと

ここ数週間で、欧州におけるすべてのリスクは事実上消滅し、安心感が広がっている。欧州各国で心強く安心感を与える経済指標も発表されている。

1. 成長は続く

信頼度調査や経済指標は、世界経済の成長が続いていることを示しているが、成長はまだまだ内需に支えられている。米国では比較的不調であった第1四半期の後、第2四半期のGDPの見通しは実質的な反発を示した(0.9%から1.2%に上方修正)。成長は軌道にのってきた。予測によると、第2四半期のGDP成長率は年率2.2%(ニューヨーク連銀)と3.7%(アトランタ連銀)の間である。同時に、失業率は10年で最低水準(現在4.4% vs. FRBの長期失業率予測4.7%)に達した。インフレ率も低下した(コアインフレは1.9%)が、これは金融市場の懸念とはならない。成長に関しては欧州でも同様の心理が働いていると思われ、投資分野からは、よりポジティブなメッセージが感じられる。

日本でさえも状況は改善している。経済は2017年の第1四半期に2.1%成長し、これで5四半期連続で拡大した(予測中央値である1.7%を上回る)。従って、当社は2017年の成長予測を1.0%から1.2%に修正したが、2018年の予測は変更していない。

2. 中国がムーディーズの信用を失った

ムーディーズは最近、中国の信用格付けをAA3からA1に引き下げた。この判断は正当だ。「借入が増えるにつれて成長が鈍化してきているため、中国の財務・金融の健全性は低下を続けている」クロスアセットの先月号の記事を参照)。ムーディーズは、「長期的には進行中の改革が進めば、経済と金融システムは変革される可能性が強いと見る。しかし、これらは、更なる債務の増加を食い止めることはできないし、それによる政府の偶発的債務の増加も避けられないだろう」と述べている。格付けの低下は、金融市場には影響を与えていないし、中国経済にもほとんど影響していない。

- 格下げが影響するのは、外貨建て債券だけであり、それは発行済債券の1.5%を下回る。外国人投資家は中国の国債の4%ほどしか保有していない。
- ムーディーズは、中国の信用格付けを下げたが、経済の見通しは「ネガティブ」から「安定」に引き上げた。
- 中国の主要格付け機関4社は、同国のソブリン債の高い格付けを維持したが、これは中国債務の国内の保有者を安心させる効果がある。

全体的に見るとムーディーズの決定は圧力とはなっていないが、彼らの債務と長期的な成長についてのコメントは、全く安心感を与えるものとは言えない。当社は長い間、同じ見解を持っていた。

3. インフレは上昇しているが、まだ抑制されている。

インフレは世界的に(特に原油関連の影響により)上昇しているとはいえ、コアインフレはまだ抑制されているし、インフレ期待も同様である。ECBはユーロ圏のインフレ期待の下方修正を(再び)考慮している。原油価格は50-55米ドルの範囲で安定しているが、米国の供給量が重要な役割をはたすことは良く知られており、原油価格を40-50米ドルに引き下げる可能性も

“信頼度調査や経済指標は、世界経済の成長が続いていることを示しているが、成長はまだまだ内需に支えられている。”

“ムーディーズが中国の格付けを下げた.....しかし良くも悪くも、この決定は影響を与えなかった”

June 2017

ある。これは産油国にとっては懸念（例えば、ベネズエラは債務不履行で崩壊寸前だ）であるが、中国やインドなどの消費国には良いニュースだ。

4. ユーロ圏での政治的リスクの排除と米国での新たな政治的リスクの出現

フランスで欧州派のエマニュエル・マクロンが選出されたことで欧州の政治リスクは排除された。彼は「フレキシ・セキュリティ」と呼ばれる改革と財政赤字の漸進的排除をつなげるプログラムを提案している。

- **フランス**の議会選挙は、6月11日と18日に行われる。世論調査では、新大統領の党が31%の投票意図でリードしている。対して、「国民戦線」は19%、右翼党は18%、「不服従のフランス」は14%、社会党は7%である。国民議会で絶対過半数を得ることは、新大統領にとっては達成不可能な調整だろう。
- **ドイツ**では、9月24日の選挙に向けて、アンゲラ・メルケルが、リードを広げている。対して、CDU-CSUは34%、SPDは31%、AfD（極右）が9%、緑の党が7%、左翼党が7%、FDP（自由民主党）が6%となっている。
- **イタリア**では、状況はまだ複雑だが必ずしも懸念する状況ではない。イタリアが複雑なのは分割が重要だからだ。世論調査によると、民主党と5つ星党はかなりの接戦で、両党ともに、25%~30%の支持を得ている。ご存知のように、5つ星党のリーダーはEU離脱を望んでいるが、国民投票を強制する力はないだろう。民主党（レンツィ）とフォルツァ・イタリア党の連立が最も可能性が高いシナリオである。イタリアが世界でも最も効率的に連立政権を形成する習慣がある国であることを知っていれば、つまるところシステム的なリスクはない。また、欧州委員会もまたイタリアの財政赤字に対しては寛容な態度を採っていることも留意すべきだ。
- **ギリシャ**では、議会が債券者が必要としている対策のほとんどを承認しているため、今年の夏の支援融資への道は開けた。これは悪い状況ではない。
- **ポルトガル**は、欧州の過剰な財政赤字手続きから脱した。

米国では、トランプ政権への圧力が増していることは明らかで（ロシア疑惑）、「弾劾」というテーマが見え隠れする。現時点では、共和党が下院で十分な過半数（議席の55%）を占めているため、下院での弾劾プロセスに反対するであろう。しかし、トランプへの支持率が崩壊すれば、彼らの心を変える可能性はある。ただし、「弾劾」で必ずしも大統領が罷免されるわけではない。米国憲法の下では、大統領が訴追されるのは下院であり、ここでは単純な過半数が委員会で承認された、訴追に賛成すれば追訴される。そして、弾劾裁判は上院で行われ、3分の2の議員が有罪と判断すれば、大統領は罷免される。

もう1つの懸念は、特に税制法案を提出する能力がトランプにあるかどうかという問題だ。彼は確かに、下院でオバマケアを廃案にする合意を得たが、上院での決議まで持ち込めなかった。トランプ政権は、5月23日に大幅な公共支出の削減を含む予算案を議会に提出したが、議会が夏の間はその財政政策を採用する可能性は低い。つまり、財政面においては、秋まで何も期待するものはない。更に、大統領選挙におけるロシア疑惑への捜査が、議会での税制についての議論を遅らせる（または凍結させる）可能性もある。結局のところ、政治的リスクと税制政策へのリスクが大きくなっていることは明らかだ。

5. 金融政策は多少引き締められたとはいえ、まだ緩和的である.....

米国では、2017年には2回利上げが実施されるとみられる（6月および9月か12月）。これは可能性が高く、米国経済や金融市場にも大きな影響を与

“インフレは進行しているが、制御出来ていないわけではない”

“ユーロ圏の政治的リスクは、リーダーからほぼ消えた”

“税制法政がこの夏議会で採択される可能性は低い”

“米国の財務政策は秋まで大きな変更はないだろう”

June 2017

えない.....しかしトランプ政権が税制政策を遂行できない場合、FRBはより強い金融引締め政策をとる可能性がある。しかし、それは財政政策がより緩和的になった場合のみである。米国は、金融引締め政策、抑制された財政政策、そしてニュートラルな税制政策を同時に行うことはできない。これは債券市場と株式市場には特に重要な問題だ。FRBが資産購入方針を見直し、バランスシート縮小への最初の操作を開始しようという今となっては、これは真実味を増している。最新のFOMC報告書によれば、FRBは流通する国債と政府機関証券の金額について毎月の「シーリング」を導入しようとしている（つまり、満期となった証券への再投資を停止する）。その「シーリング」は3カ月ごとに再評価される。これは非国債投資家が市場の余剰資産を吸収することを意味する。そして市場はますます管理/保護されなくなるだろう。FRBが保有する米国債のうち、4,270億ドルが2018年に、3,570億ドルが2019年に償還期限を迎えるが、そのうち（FRBが決定する）いくらかは再投資されない。この再投資方針の変更は2017年の第4四半期に発表されるというコンセンサスが現在広がっている。米国での短期および長期金利の反発があるだろう。

ECBは最近コミュニケーションのトーンが変わったが、これはリスクのバランスが変わったためだ。ECBは景気回復とインフレには確信を持っている。ECBの様々なコメントによれば、低金利環境はかなり長期間、「純資産購入方針の期限以降」も続くことを当てることは妥当だ。資産購入プログラムの緩和については活発な議論が行われているため、ECBが今年末までに更なる変更を議論することを期待することは不合理ではない。

グローバルな投資戦略を維持

上記から、当社はいくつかの結論を導き出すことができる。

まず、**当社のリスク資産の選好は維持されるべきだ**。欧州の政治的リスクは急激に低下しており、インフレ懸念は成長状況の改善によって相殺されている。

しかし、警戒を解くべきではない。ボラティリティの低下、株式間の相関性の低下、ソブリン・スプレッドの低下、ソブリンCDSの水準の低下など...全てが、全体的なリスクの減少を示唆しているように見える。しかし、もちろん。特にリスク評価については、事態はそれほど単純ではない。低金利環境が評価を困難にしていることは長い間知られていた：長期金利はその平衡値（中央銀行の量的緩和を除外して計算された水準）よりもはるかに低く、全てのQEについての議論は、金利と債券利回りの水準への疑問を投げかける。言い換えれば、現在の環境はスプレッドの不均整についてのリスクを隠すことはできない：[スプレッドの]拡大の可能性は、特に流動性が限られている市場では、引き締めの可能性よりもはるかに高い。

不均整なリスクの存在を念頭におくものの、当社は欧州の社債（ソブリン債と比較して）を明確に選好している。スプレッドを追求することで、企業の借換えへのアクセスは非常に有利となった：今では企業は、金利上昇に対して敏感ではなく（もし起こったとしても）、18から24カ月の余裕を与えたことは確かだ。米国と欧州では、実質的な債務不履行率は低く、今後もそれは変わらないだろう。

スプレッドの探求、経済パフォーマンスの向上、将来の労働市場の改革が、欧州の社債、上場企業の債務、非上場企業の債務に、より関心を寄せている理由である。スプレッドの探究は、金融政策の議論の見解からはそれほど容易ではなくなったが、企業の健全性と収益率に関しては容易になってきた。ECBへの期待（低金利の維持、資産購入量で十分なQEを追求する）を考慮すると、現段階でこれらの投資は引き続き妥当であると考えられる。

非対称的なリスクの存在は株式市場にも影響を与える。これは当社がここしばらくの間、（非常に高価となった）米国と比較して、欧州（そして日本と

“FRBは2017年の第4四半期にその再投資政策を変えるかもしれない”

“ECBは年末までに資産購入プログラムの緩和を発表するかもしれない”

“全てが全体的なリスクが低下したことを示しているようだ”

“好調なGDP成長、緩和的金融政策、スプレッドと利回りの追求 = 社債、上場企業の債務そして非上場企業の債務への関心が高まる”

June 2017

新興市場)を選好している理由である。コモディティ価格と原油価格が低いことは、いくつかの国にとっては警告を発しているが、成長著しい新興国(特にアジアの)は原材料の消費国であることを忘れてはならない。

また、金融政策が実際には引き締め的になっている(米国の金利)、または、そう期待されている(米国でのQEおよび特に欧州のQE)ことを無視するべきではない。しかし、それはまだ憂慮するほどではない。また、特定の国に限られているし、その他の要素を条件としているからだ。特にFRBの金融引き締め政策は、将来の税制政策と強く関連しているように当社には見える.....そして、現時点では多くを期待する理由はない。同様に、欧州のQEについての議論も盛んになっているが、金利は低レベルを維持しており、ECBは引き続きユーロ圏における純発行数よりも多くの資産を購入するだろう。更に、政治リスクは消滅した。言い換えれば、欧州周辺国の債務を短期デュレーションとすることの根拠は無くなった。

今回に限り、当社は為替レートには強い意見を持っていない。現時点での「アンバランス」は大きな問題ではないし、今のトレンドは大きな動きをサポートするものでもない。確かに、いくつかの通貨(ブラジルのレアル、特にトルコのリラ)は、困難な国内事情を反映して下落している、他の通貨は好調な成長ダイナミック(ロシアのルーブル)によって支えられ、他は一時休止状態とは言え脆弱(GBP、EU離脱交渉などによる問題に直面)となっている。しかし、米ドル・日本円・ユーロ間の為替レートは短期的には余り変動しないと見ている(しかし、多少のユーロ選好へのバイアスは妥当だ)。

“

当社はここしばらくの間、米国と比較して、欧州(そして日本と新興市場)を選好している”

“

欧州周辺国の債務について短期デュレーションとする大きな理由はない”

“

BRLとTRYは脆弱、RUBはより堅固、GBPは休止中、EURにはポジティブ・バイアス?”

”

次の表は、債券、株式、およびマルチ・アセット・ポートフォリオについて、当社の資産配分をまとめたものである。

ポートフォリオのタイプ

>株式ポートフォリオ	>債券ポートフォリオ	>分散ポートフォリオ
<ul style="list-style-type: none"> 米国株式と比較して、ユーロ圏株式を強くオーバーウェイト 米国と比較して、日本と新興市場をオーバーウェイト バリュー要素をオーバーウェイト 欧州ではセクターを選ぶ <ul style="list-style-type: none"> -オーバーウェイト:テクノロジー、エネルギー -ニュートラルリート(REIT) -アンダーウェイト:ユーティリティ、ヘルスケア、金融 新興市場内では: <ul style="list-style-type: none"> -オーバーウェイト:ペルー、ロシア、メキシコ -アンダーウェイト:台湾、ギリシャ、トルコ、南アフリカ、チリ ニュートラル 中国、インド、フィリピン、タイ 	<ul style="list-style-type: none"> リスク資産をややオーバーウェイト 国債をアンダーウェイト。例外は米国(ニュートラル)と欧州周辺国(オーバーウェイト) ユーロ信用をオーバーウェイト 米国信用をオーバーウェイト 精選された欧州の金融銘柄をロング:ユーロ圏の高ベータ債券、米国の低ベータ債券 デュレーション:全体的にニュートラル/ショートだが、マイナス金利セグメントにショート・バイアス、欧州周辺国にロング・バイアス GBPとJPYを短期デュレーションとする 米国と欧州の実質債券をロング 新興国債務: <ul style="list-style-type: none"> -ハード通貨建て債務をオーバーウェイト(米ドルをロング) -現地通貨建て債務ポケットの再構築を継続(現時点ではオーバーウェイト) EURとJPYと比較して、USDのロングを削減 コモディティ通貨をいくらかロング 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏の株式をオーバーウェイト 欧州ではバリュー要素をロング 米国のクオリティ要因をロング 全体的に日本株式はポジティブ 米国株式はアンダーウェイト 全体的に、債券ポケットは短期デュレーション 欧州コアと比較して欧州周辺国債券のオーバーウェイトを維持(長期デュレーション) 米国債をややオーバーウェイト 社債:ハイイールドと投資適格債、欧州、米国はポジティブ、金融業界の債券をロング 新興国の現地通貨建て債務と比較して、ハード通貨建て債務をオーバーウェイト 通貨:USDとJPYをわずかにロング 幾つかのマクロ・ヘッジポジションを維持:ボラティリティと米国債 損益分岐インフレにポジティブ(全地域)

アセット・アロケーション:

今月のトピック

世界貿易は、消費、投資、財政・税制政策と共に成長の原動力になれるか?

PHILIPPE ITHURBIDE、リサーチ、戦略、分析部グローバル総括

ユーロ圏の成長が勢いを増しており、ユーロ圏内のリスク資産についての当社の見解を支持している。投資は徐々に回復しており、消費は堅実で、財政と税制によるサポートで経済の見通しは改善する。ここで欠けているのは、貿易である。

経済成長は、特にユーロ圏では堅調に推移しており、比較的楽観的であることも許される。

実際、成長エンジンは1つ1つ出現している。現時点ではびっくりするようなものではないが、トレンドは興味深いものだ。

- **消費**は、すでにかなり堅調で持続的なペースを維持している。低インフレ、低金利、そして欧州諸国による不平等の是正（効率的な福祉国家へ）、富の再配分、ショックの緩和は、危機の期間中のユーロ圏をより回復力ある地域にした。しかし、このモデルには1つ欠点がある。それは回復段階を遅らせているということだ。要するに、ユーロ圏の経済活動は、危機時には保護されているが、成長段階では減速する。これが2009年以降ユーロ圏が経験した遅れ（例えば米国と比べて）を説明するかもしれない。もう一つの説明は、もちろん、第2の危機である債務危機の始まりである。
- **投資**は、大不況時以来低迷しているが、回復も緩やかだ。
- **財政および税制政策**は経済活動に少しは添える形となっている。それは、次のような事情のおかげだ。1) 金利の低下によって得ることができた操作の余裕、2) 過去10年間で顕著となった不平等の拡大への戦いを挑む強い意志、そして3) 緊縮政策を徐々に放棄したこと。緊縮政策はこれ以上必要ではなくなったのだが、一方で、特に政治的社会的レベルではそれほど非効率的でもなかった。
- **輸出**は、成長の最後のエンジンであるが、特に2001年以来の10年間でかなり失速した。傾向としてはいまだに低迷しているが、例外はおそらくアジア地域だろう。

ここ数年の成長（低いレベルではあるが）は主に（または、もっぱら）消費に基づいていることを留意すべきだ。その意味では、投資、財政政策、おそらく世界貿易の中継が重要なのだ。なぜならこれが金融資産に大きな影響を及ぼすからだ。

これは全ての投資家（つまり我々）が、フランスの選挙戦にもかかわらず、欧州株式（そしてリスク資産）のオーバーウェイトを維持したことを裏付ける。

- 循環株は状況を利用すべきであり、
- バリュエのテーマは、特に米国市場と比較すると、引き続き慣例性を持っている。
- 利益の見通しは改善している（このレビューの記事6を参照）。

要点

ユーロ圏の成長が勢いを増しており、ユーロ圏内のリスク資産についての当社の見解を支持している。投資は徐々に回復しており、消費は堅実で、財政と税制によるサポートで経済の見通しは改善する。ここで欠けているのは、貿易である。貿易は近い将来、成長の加速に貢献するのだろうか？

当社がこの記事のために特定した逆風を考慮すると、答えは定かではない。世界貿易に関しては、今後15年間の「新しい正常」は、過去5年間（世界貿易の成長は世界経済の成長を大きく下回る）と似たような状況となり、それ以前の30年間（世界貿易の成長がGDP成長をはるかに上回った）とは比べ物にならない。



財政および税制政策はもう少し経済活動を増長するだろう。”



現在の状況は、投資家（つまり我々）が、フランスでの選挙戦にもかかわらず、欧州株式（そしてリスク資産）のオーバーウェイトを維持したことを裏付ける”

June 2017

投資を伴う世界貿易は、この傾向を加速するのか？

まず、世界貿易停滞の要因に話を戻す。世界貿易が縮小した要因は10以上ある（詳細は、当社のディスカッション・ペーパー「グローバル貿易の減速：構造的か循環的か？」アムンディDPシリーズ#22、2017年5月を参照）。

- 1. 潜在的成長率の低下。**世界の潜在成長率は、ヨーロッパ、日本、米国、中国、そして新興国の大半で低下している。この構造的な縮小の背後にあるのは、次のような要因である：i) 労働年齢人口の減少および/または活動率の低下、ii) 経済成長に深刻な影響を与える可能性がある格差の大幅な拡大、iii) 実質可処分所得の下落（賃金と税制の潜在的な影響）、iv) 債務負担の影響（高すぎる債務レベルに抑制されて多くの国では景気循環が今までのように起きない）。
 - 1. 脆弱な投資。**貿易の発展にとって、投資は重要な要素の1つである。金融危機の深刻さと、新しい企業への信用の欠如が原因であると信じる者もいる。ある者は内需の脆弱性を指摘する一方で、ある者は、広範な人口動向が原因であると指摘している。
- 2. 関税がこれ以上下がることは難しいだろう。**このことが関税引き下げと貿易自由化の停滞を説明している。GATTとWTOの交渉は、第二次世界大戦以降の関税を大幅に削減した。1990年代の初め以降、新興国の平均関税率は3/4下落して、今では10%を下回っている。先進国間の関税は半減し、2.5%以下となっている。しかし、2008年の金融危機以来、関税は新興国間では概ね安定していたが、先進国間では緩やかに下落した。関税は、過去20~30年の間に大幅に削減されている。いまでは、関税があまりにも低くなっているため、貿易協定を結ぶことの影響は小さく、実際の貿易量を増やすより、貿易の枠組みを作ること役に立っている。
- 3. 関税は下落を続けているが、2012年以降、非関税措置 (NTM) が上昇している。**NTMには、輸出補助金、公的契約における国別条項、免許の付与に関する制限、技術移転または対外直接投資 (FDI) の制限など、貿易フローを制限または歪める全ての措置のことである。金融危機と「景気後退」（2008-2010）と呼ばれる期間は、貿易に大きな影響を与えた。景気後退時や競争力が低下している時期には、国はより厳しい貿易政策を採用することは容易に証明できる。近年ではG20諸国（米国とロシアがリード）が、大規模なNTMを導入した。NTMの役割は過大評価されるべきではない。なぜなら、NTMの世界貿易量への影響は比較的小さく、平均推定関税相当額は低いままだ。しかし、トレンドは明確だ。例えば、ドイツ、英国、中国、フランスでは、2009年には約50のNTMを作ったが、それ以降200のNTMが作られた。米国とロシアは、2016年に600（米国）と500（ロシア）のNTMを作ったが、2009年には100以下だった。驚くのは、2009年以降、世界貿易における差別的措置の数は、貿易自由化を促進するための措置よりはるかに多いのである。
- 4. 対外直接投資 (FDI) の緩和も、貿易成長が低いことを説明する。**実績データによれば、FDIと貿易は補完関係にあることを示唆する。1990年代の好調な経済成長の後、近年の世界的なFDIは減少した。これが世界貿易の拡大が穏やかであることを説明する可能性もある。
- 5. 現地生産への動向も貿易量に影響する。**貿易と対外投資との間のダイナミックな相互作用は、グローバル化の核だ。なぜなら対外投資は貿易を生み出すからだ。しかし対外投資は貿易を減らすこともできる。近年、多くの企業が消費者との近接戦略を導入している。この場合の近接とは、現地生産に移行し、貿易が枯渇していることを意味する。つまり、20世紀から21世紀にかけて、我々は商品を「販売」するのに役立つ貿易形態から、商品を「製造」するのに役立つ貿易形態に移行し



関税はこれ以上さがることはない非関税措置が急増する



June 2017

たということだ（この現象は「グローバル・バリュー・チェーン」と呼ばれる）。過去数十年にわたり、新興市場が急速に世界経済に統合されたことで、グローバル・バリュー・チェーンの拡大が促進された。このクロスボーダー生産の断片化プロセスは、主要新興市場の件数が増加するにつれて、成熟してきているように見える。企業もまた、長いサプライ・チェーンのリスクを再び検討し、輸出先の市場で生産する傾向がますます高まっている。

6. サービスの中でも、特に金融サービスの開発は、決して小さくない役割を果たしている。海外へ輸出をする決定することは、輸出市場の分析や国際流通ネットワークの構築など、大きな初期費用がかかることを意味する。国際取引にかかる期間が長いこと、運転資本要件はより高くなる。企業はグローバル化に貢献した早い時期から、このようなコストの問題に対処しなければならなかったため、新規参入者を除けば、これらはすでに認識され償却されている。また、国際配送は国内発送よりも時間がかかることを留意すべきだ。つまり、生産者は所得を受取る前に生産コストを負担しなければならないということだ。輸出業者は、確約と支払保証とを求めて銀行にアプローチする。金融セクターの発展は、多くの産業で輸出能力を強化する上で重要な要素と考えられてきた。金融機関は次の2つの役割を果たす：国際的な商業取引を支援するための運転資本を提供し、支払いリスクを軽減する手段を提供する。銀行システムは、すべての国で高度に発展している：i) 米国および英国の銀行が支配していた過去の期間とは異なり、上記の役割のために外国の銀行にアプローチする必要はなくなった。ii) しかし、金融危機以来、これらの発展は中断し、以前ほど円滑な貿易を推進しなくなった、iii) 新興国を含む世界中で、債務が著しく上昇し、世界中で3分の2以上の国が、民間債務/GDP比が100%を超えている。これが貿易活動と取引を制限している。世界でその比率が100%以下である3分の1の国が、そのギャップを埋めることができれば、貿易への影響は僅かであるはずだ。

7. 世界貿易における中国の役割が過去10年間で大きく変化した。中国は過去20年以上にわたり、世界の消費財の主要サプライヤーだった。中国の非常に急速な発展が貿易の供給と需要を増加させてきたのだ。この間、この発展は世界的な供給ショックとして作用した。つまり、交換可能な製品の相対価格の下落と世界貿易の促進に貢献したのだ。中国は非常に迅速に原材料の最大消費国となった（下記の表と付属資料を参照）。中国は石油とガスを除く世界のほとんどの原材料の最大消費国となった。

中国は、大不況以前にその輸出能力を大幅に拡大し、生産面で比較優位を持っていた労働集約的な産業に特化した。輸出主導の成長戦略は、中国の製造ベースを急速に拡大し、それが世界貿易の成長を支えたのだ。しかし、このような要因は減少している：中国経済のリバランス政策と、輸出より消費が牽引する経済へのモデルの転換は、徐々に中国からの輸入を減速させた。これが中国の輸入需要の所得弾力性を急激に低下させ、世界貿易の低下をもたらしたのだ。輸入と輸出は大幅に減少し、中国の市場シェアも同様だった。その原因はこの期間に競争のレベルが低かったことがあげられる。賃金が上昇し、新しい競争相手が現れると、中国の実効為替レートは上昇した（2005年から25%に近く）。中国の輸出部門（世界の輸出の10%）は、単に成熟段階に達した可能性がある（2010年以降、輸出/GDP比率は低下し続けている）。この経済発展と生産コストの上昇（中国はもはやベトナムやメキシコなどと比較しても競争力がない）の結果、中国の輸出能力は徐々に低下している。つまり、中国の成長モデルは、もはや世界貿易に連動しないものに進化したのだ。

“

現地生産のトレンドは国際貿易の量に影響を与える”

”

“

中国経済のリバランスと、輸出より消費が牽引する経済へのモデルの転換が、徐々に中国からの輸入、輸出、市場シェアの低下をもたらした”

”

8. 世界貿易の構造は変わった。実証データによれば、この構成効果が世界貿易の減速に大きな役割を果たしている。第1に、経済活動が先進国から新興国へ移行したことは、世界貿易の弾力性に悪影響を与えた。新興国は一般的に貿易弾力性が脆弱だからだ。この地理的構成要因は、近年の世界貿易の弾力性の低下の原因の約半分を占めている。第2に、ほとんどの国で貿易弾力性が低下したことだ。この需要効果の構成も、世界貿易の低迷の原因となっている。

9. 行動保護主義の増加と、自由貿易およびグローバリゼーションへの敵意は具体的な現実となった。それが次の表で示されている。ここでは、新興国や発展途上国は自由貿易のほうが有利であり、米国には大きな利点はない（少なくとも雇用創出には効果がなく、賃上げにはもっと効果が少ない）。日本人の「歴史的な」特性である「国を買う」（今では地域も買う）は大陸中に広がっている。



行動保護主義の台頭や自由貿易やグローバリゼーションへの敵意が貿易の低下をもたらした”

世界貿易の縮小を説明する10の要因と世界貿易発展の見通し

世界貿易の縮小要因	理由	トレンド逆転要因	トレンド逆転は信用できるか？
1. 成長可能性の低下	世界経済成長が世界貿易の成長を引き下げる	集中的な成長政策の実行	「イエス」とも「ノー」とも言える。重要な要因（人口動態、格差、負債負担など）は潜在成長率を引き下げるからだ
2. 投資の脆弱性	投資は国同士の貿易の強力な推進要因である	低金利、利益の見通し...	「イエス」。投資が再び活発になっている
3. 関税は最低限まで下がった	関税は十分引き下げられた...貿易協定は関税を下げるよりも、制約を強化する方向に向かっている	自由貿易の新しい波	「そうとは言えない」。しかし新興国間の貿易協定を除く。これらの国では関税は先進国より平均して4~5倍高い
4. 非関税措置 (NTM) のまん延	特に米国とロシアは、過去10年間に新たなNTMを創設した。これは（中程度の）貿易障壁である	保護主義の態度の逆転	「ノー」。このトレンドは多くの国で確立されている
5. FDIの減少	対外直接投資のフローは、通常貿易フローと一緒に動く	FDIの再開	「イエス」。
6. 現地生産の増加	地元の消費者に近づきたいという欲求、安価な生産が必要であること、そして地元で生産するという決定は、貿易を回避するということだ	自国で生産することを決めた生産者には、その国で生産してから輸出する決定...税制優遇措置、海外賃金が生産者にとってそれほど魅力的ではない、製品の品質？	おそらく税制優遇措置さえもない
7. 地元の金融サービスの発展	地元の金融サービスを利用すれば、サービスの貿易は回避される	地元の機関への信頼の欠如	「ノー」。
8. 中国の新しい役割と新しい成長モデル	中国の成長モデルが変わり、賃金水準がもはや競争力を失った	新しいモデルへの変更	「ノー」。リスクはない 中国はよりバランスのとれた、より多様な成長に取り組んでいる
9. 世界貿易パターンの変化	貿易弾力性の低い新興国での成長が著しい	新興国の崩壊、「新しいフロンティア」国からの中継はない...	ほとんど考えられない..今のトレンドは強い
10. グローバル化への敵意	行動保護主義は、特に先進国ではグローバリゼーションへの不信を提示するが、新興国ではそれほどでもなく、途上国では全くない	グローバリゼーションへの新たな確信	「かなり低い可能性」。ネガティブな影響ははっきりしている（雇用、賃金、富の分配など）

June 2017

結論

全体的に見て、世界貿易はもはや成長要因ではない。そして貿易の成長が脆弱であることの多くの理由（保護主義の増加、非関税措置の使用過多、中国の新しい役割、投資の低迷、関税は下限まで下がった）の中でも、少なくともいくつかは構造的な問題だ。これは今後15年間の「新しい正常」は、過去5年間（世界貿易の成長は世界経済の成長を大きく下回る）と似たような状況となり、それ以前の30年間（世界貿易の成長がGDP成長をはるかに上回った）とは比べ物にならない、ということだ。IMFはこの問題を調査し、先進国、新興国と発展途上国、そして低所得国の3つのグループの課題を評価した。

- **先進国経済** 農業や繊維などの伝統的分野における保護をさらに減らし、サービス市場（輸送など）を解放し、規制をより首尾一貫したものにし、貿易政策の境界を縮小することができる。これを達成するためには、分断化を最小限に抑え、多国間のイニシアティブを促進する無差別アプローチを採用すべきである。
- **多くの新興国および発展途上国** 南米や南アジアを含むこれらの国は、一方的な自由化を含む伝統的な自由化を通じた統合から大きな利益を得ることができる。彼らは自国経済を、世界のバリューチェーンに固定し、輸入代替政策から離れて、不透明な非関税措置を通じた保護主義を回避するよう努めるべきである。貿易改革は、政策と制度的枠組みの強化を補完する。
- **開発と成長を促進するためには、ほとんどの低所得国は、グローバル・バリュー・チェーンに統合するために、貿易円滑化を優先する必要がある。特に貿易インフラと制度構造を改善する必要がある。また、伝統的な貿易障壁を取りはずし、輸送や金融サービスなど、グローバル・バリュー・チェーンへの参加に不可欠なサービス産業における競争を促進すべきである。技術援助（例えば、国際機関）は、貿易機関に必要なインフラの整備を支援し、改革の予算上の意味を特定し、改革プロセスの順序づけと調整を支援することができる。**

世界貿易の新たな推進は、新たな貿易協定と、南半球諸国の世界経済への緊密な統合を必要とする。また、多くの国で見られる保護主義的な誘惑は、集団的利益を考えて消滅することも必要であろう。これは確かに自国へ撤退することへの誘惑と必要な国際協力との間の闘争である。言い換えれば、今後の成長は消費、投資、政策ミックスによることになり、特に政府、財政、税制政策を中心としたものになるだろう。

“

今後15年間の「新しい正常」は、過去5年間と似たような状況となり、それ以前の30年間とは異なるだろう”

“

開発と成長を促進するためには、ほとんどの低所得国は、グローバルバリューチェーンに統合するために、貿易円滑化を優先する必要がある”

“

世界貿易の新たな推進は、新たな貿易協定と、南半球諸国の世界経済への緊密な統合を必要とする。”

June 2017

アセット・アロケーション

サマリー表

アセット・アロケーション：マルチ・クラスの見通しと確信								
	1カ月の変化	---	--	-	0	+	++	+++
株式/国債	→						□	
社債/国債	→						□	
株式/社債	→					□		
デュレーション	→				□			
社債	→					□		
原油	↓				□			
金	→				□			
ユーロ現金	→			□				
米ドル現金	→					□		

資産配分：主要な資産クラス別の相対的見通しと確信									
		1カ月の変化	---	--	-	0	+	++	+++
株式	米国株式	→			□				
	日本株式	→					□		
	ユーロ圏株式	→					□		
	英国株式	→				□			
	パシフィック(日本を除く)	→					□		
	新興市場株式	→					□		
国債	米国債(短期)	→		□					
	米国債(長期)	→			□				
	ユーロ圏中核国(短期)	→			□				
	ユーロ圏中核国(長期)	→				□			
	ユーロ圏周辺国	→					□		
	英国債	→			□				
	日本国債	→			□				
社債	米国投資適格債	→					□		
	米国ハイイールド	→					□		
	ユーロ圏投資適格債	→					□		
	ユーロ圏ハイイールド	→					□		
	ハード通貨建て新興市場債務	→					□		
	新興市場地元債務	→					□		
為替	米ドル	↓				□			
	ユーロ	→				□			
	円	→				□			
	英ポンド	→			□				

上記の表は、6-12カ月間の投資期間を表している。変化は、当社最新の投資委員会での見通しを反映している。別のラインは各主要な資産クラスの相対的な見通しや、外国為替およびコモディティのための絶対的な見通しを提供する。資産クラスの見通し、見通しや意見の変更は、予想される方向(+/-)で、そして確信の強さは(+ / ++ / +++)で表される。これらはポートフォリオの構築にかかわる制約と考慮事項とは無関係である。

マクロヘッジ戦略

	1カ月の変化	0	+	++	+++	
米国債をロング	→		□			E.マクロンがフランス大統領に選出され、議会での絶対多数決を得る見通しとなったことで、金融市場環境におけるフランスの政治的リスクを実質的に排除した。QEの終結(米国ではFRBがバランスシートを縮小する準備をしている)や購買プログラムの緩和(ECBは資産購入プログラムを更に削減する準備をする)は、FRBの金融引き締めと誤解を招くコミュニケーションのリスクと共に、現時点では最も重要なリスクだ。当社は必要ならそれに対処するため、マクロ・ヘッジ戦略を維持している。これはボラティリティ戦略のロング、米国債のロングを含む。
ドイツ国債をロング	→	□				
米ドルをロング	→		□			
日本円をロング	→	□				
ボラティリティをロング	→		□			
米ドル現金をロング	→		□			
金をロング	→	□				
米TIPSをロング	→	□				
株式のプットをロング	→		□			

上記の表は1-3カ月間の短期投資期間を表している。変化(列2)は、当社最新の投資委員会での見通しを反映している。この記述は当社のリスク回避およびマクロ・ヘッジ戦略を表している。これらは資産配分テーブルに関連して検討する必要がある。資産配分についての悲観的見通しがヘッジングにつながることはない。悲観的見通しが一時的である場合(短期的には悲観的だが中期的には明るい)、当社は長期見通しに影響を与えず、ポートフォリオを保護する事もある。戦略の適用は、ポジション(+)で表され、そのポジションのスケールは段階的なスケール(+ / ++ / +++)で表される。これらの戦略は、保護の対象となる初期のポートフォリオ構築への制約と考慮とは無関係であり、オーバーレイ・ポジションである。

リスク要因

PHILIPPE ITHURBIDE、リサーチ、戦略、分析部グローバル総括

以下の表は、リスク要因と各要因の確率を提示している。
また最も信頼性の高い、市場への影響を提示している。

[リスク #1] 米国の政策ミックスへの失望

[確率] 75%

分析 ドナルド・トランプが大統領に選ばれたことで、米国の哲学に大きな変化が生じることは疑いの余地がない。「世界の警察官」となることは避け、より「自己中心的」な論理によって政策が決定されるようだ。この主要な変更以外にも、経済政策が特に財政・税制政策を通じて大きく変更されるかどうかとも問題となる。これによって金融政策はどのように変更されるのか？これらは、すべての重要な問題だ。減税とインフラ支出の復活が計画されていることは理解しているが、米国議会は、(共和党主導であっても)これらの政策について、新大統領を無条件で後押しするわけではないため、これらの政策には独自の資金が必要となる。ドナルド・トランプは数週間前、法人税減税を含むいくつかの主要政策を発表した。これが採択されれば、この減税の影響は利益の米国回帰、米国における投資計画などを含む多くの分野に及ぶ可能性が高い。これらの進行状態はしっかり監視する必要がある。

市場への影響 議会で承認されれば、発表された政策は株式市場を押し上げ、短期および長期金利を上昇させる可能性がある。FRBは金融引き締めサイクルを継続することができるだろう。しかし、これらの政策が承認されなければ、当社の見解では米大統領への期待が大きすぎる金融市場には大きな失望感が漂うだろう。議会との交渉をしっかり見守る必要がある。

[リスク #2] イタリア：「イタリアのEU離脱」(Italexit)への国民投票が次のステップとなるか？

[確率] 15%

分析 (パオロ・ジェンティローニ率いる) 暫定政府とECBの資産購入プログラムの延長は、イタリアの金融市場を安心させてはいるが、総選挙が行われるとなると、これは選挙法の見直しの問題となる。当初は2018年2月に予定されていたが、金融市場には早期選挙(2017年の後半?)の実施についての懸念が残る。これは一方で「ポピュリスト」である「5つ星運動」が権力を握るのではないかと懸念、もう一方でEUに参加するかどうかについての国民投票(イタリアのEU離脱)を恐れているのだ。イタリアでは、他の多くの国と同様、ポピュリズムの台頭が現実となっている(これは支配者層と伝統的な政党の拒絶、保護主義の台頭、グローバリゼーションの拒絶、不平等が増加していることに対する怒り、中央集権の拒否、社会システムの改革への敵意などと同義である)。政治的安定が5年続いた後に大きな変化が訪れるリスクがある。このようなシナリオは間違いなく最悪のシナリオである。最初は政情不安/危機となり、それが改革の停止につながることは疑いの余地がない。しかし「5つ星運動」は、反欧州と言うより反体制であることを念頭に置くべきだ。だがイタリア人は、欧州連合とユーロに関して最も冷めている国民の一つである。つまり、欧州についての国民投票を行うことになれば、多くの不確実性を伴うということでもある。

市場への影響 早期選挙の見通しは、政治的不安定を誘発する。これはイタリアにとっては悪いニュースだ。(特に良く比較されるスペインと比べると) イタリアは経済成長においてスペインに遅れを取っている。それでも、イタリアの債務はECBのプログラムで保護されているため(利回りとスプレッドを追求する)投資家の逃避を防ぐのに役立っている。イタリアのEU離脱の国民投票が行われるなら、イタリアの債券市場は特定のリスクとなり、金利スプレッドはイタリアのリスクの「再評価」により更に劣化する。政治的不安定性が進むため、株式および金利市場を非常に脆弱にする。

[リスク #3] FRBの意図の解釈を間違える・・・又はFRBが判断を間違える

[確率] 30%

分析 トランプ政権とジャネット・エレンの間の紛争を考えると、FRB議長が2期目(第1期は2018年に終了)に就任することは非常に疑わしい。トランプは金融政策の「うぬぼれ」を批判しており、共和党は特に規制に対するイエレン立場について敵意を表明しており、規制緩和はトランプ大統領の優先事項であった。FRBの意図/判断の解釈を間違えることは長い間重要なリスク要因となっている。米国のGDP成長は2%前後、インフレ率は2%に近い。そして現状の雇用レベルでは、通常のコールドサイクルであれば、FF金利は今日のレートよりはるかに高く推移しているべきだ。FRBはテクニカルには「後手に回っている」。今これは真実味を増す。なぜなら1945年以来12回あった米国の金融引き締めサイクルの半分(6回)は、2年以内に景気後退が起こったからだ。FRBが余りに早急に、そして特に過度に動くことを、市場が恐れていることは疑いの余地がない。現時点では、FRBは慎重に対応している。FRBは、ロナルド・トランプの大統領に就任以降、成長、インフレや金利政策に関しての見通しを変更していない。簡単に言えば、米国の状況への「トランプ効果」の期待を再確認することは何もしていない。それにかかわらず、FRBは、2017年末までに金利を2回引き上げると見られている。しかし、注意すべきは、FRBはコミュニケーション・エラーを回避しなければならないということだ。利上げが時期尚早に行われたり、過度に行われたり、妥当な理由なくなされる、または重要なサプライズがある場合、市場の反応は悪くなる可能性がある。財政と税制による刺激が強くなればなるほど、FRBは金融市場に大きなダメージを与えずに主要金利を引き上げることができる。

市場への影響 もしFRBが失敗すれば、株式市場が急落し、それがすでに弱体化している新興市場へ拡大することは避けられない。このような状況になれば、欧州と米国のスプレッドと金利差は拡大しユーロ安がさらに進む。どちらも欧州のリスク資産を売却する2つの要因である。

リスク要因

[リスク # 4] 中国の「ハードランディング」/信用バブルがはじける

[確率] 20%

分析 中国のビジネスモデルは、過去10年間で変更された。経済成長はかつてのように輸出主導ではなく、内需が成長の重要な促進要因となっている。これは良い傾向だが、幾つかの欠点がある： 融資が過剰で債務が膨らみ、産業競争力が崩壊、生産性は落ち込んでいる。簡単に言えば、潜在的成長率は下がっている。問題は将来および潜在的な成長率が低迷するかどうかではない。低迷することは分かっている。重要なのは、成長リスクが中国の潜在的成長率を急激に下回る（または大きく下回る）かどうかだ（現在は3%~5% vs. 15年前は10%）。中国の民間債務状況には注意が必要だ。ここ数年の間に、対GDP債務率やその長期トレンドなど、幾つかの債務指標が特に懸念を促すレベルになってきている。これはBISが好む指標の1つであり、金融危機を予測するために最適であると考えている。10年以内に設定された、この指標の進化はあまり安心感を与えるものではない。

市場への影響 このシナリオ（jハードランディング、信用バブルの破裂）は大きな悪影響をもたらす。そしてその悪影響の連鎖は、次のような特に悲惨な状況を生む： 銀行システムの脆弱性、金融システムの脆弱性、中国の官民による債務の脆弱性、コモディティや新興国への影響、コモディティ輸出国、先進国および新興国の通貨への影響などFRBはその「引締めサイクル」を早急に終わらせるだろうし、ECBはQEを継続する。

[リスク # 5] 世界経済成長の崩壊

[確率] 15%

分析 中国経済のハード・ランディングは、世界的経済成長の急降下を意味するが、他の原因も考えられる。コモディティ価格と世界的貿易の減少、米国の金融政策の転換、そして欧州経済活動の構造的な脆弱性は、世界経済成長低下への懸念を呼び起こしている。今までは、新興国経済の減速は明らかな現実であるが、「先進」諸国は既に4年先を行っている。「先進諸国」経済の再減速は、新興諸国からの二次的影響（輸出の低下）、投資の再低下、雇用の減少など……つまり現在成長を引っ張っている内需（主に個人消費）が低迷することから起こりえる。

市場への影響 経済拡張論政策を実行するかどうかはさておき（特に財政政策において）、1つは新興諸国間で、もう1つは先進諸国と新興諸国間で、通貨戦争が再び起こる可能性がある。リスク資産、株式、信用の劇的な業績不振が起こる可能性が高い。

[リスク # 6] 米国が不況に陥る

[確率] 20%

分析 当社では2017年に2%（2016年には1.6%）の成長を見込んでいるが、2018年には多少加速する（2.2%）と予測している。これに関して、米国の景気後退の可能性はないと見るが、FRBが政策を施す余地があまりないことは懸念材料だ。現在の状況は、2004年~2006年の状況とは全く異なる。この2年間、FRBは17回（合計で425 bp）の利上げを行った。このことがFRBに政策への余裕を与え、実際に金融危機が襲った時に素早く対応することが出来たのだ。現在の状況は、それには程遠い。FRBの政策は、経済サイクルと金融の安定性については後手に回っている。米ドルに対してはそれ程でもないが、利上げを行う余裕はない。更に心配なのは、将来の経済政策に関する不確実性だ。極端に推し進めれば、保護主義（特にメキシコと中国への影響）、反移民政策（労働力と人口の減少と人件費の上昇）、そして商業条約の再交渉などは、米国の景気後退に落とし入れる可能性がある。しかし、このプログラムがそのまま採用されることはまずない。

市場への影響 米国の景気後退は世界経済に壊滅的なダメージを与える。ヨーロッパは良い状態にあるとはいえ、その影響を免れることはないだろう。短期金利は長期間低く抑えられるだろう。そしてFRBは伝統的な金融政策における余裕がないため、QE4を実効する以外の選択肢がなくなる。バブル・シナリオでは、特に米国市場のリスク資産に大きな悪影響を与えるだろう。最初は悪影響が出る。そして中央銀行への信頼性の欠如は、確実にボラティリティとストレスを増す。さらに、相当の予算不均衡が予測される。

[リスク # 7] 人民元の大幅な切り下げ

[確率] 10%

分析 これまで中国は、金融政策、予算政策、財政政策、および収益政策を、経済刺激策のツールとして活用したが、為替政策をそのように使わないよう注意していた。米国が保護主義政策をとることは中国にとっては致命的となる。中国当局はこの人民元の為替政策を取れなくなり、また継続する意志もないだろう、特に人民元が過小評価されていない今ではなおさらだ。中国当局は、1月に資本規制を強化することを余儀なくされた。これは彼らの長期計画に反する決定だ。突然の切り下げ（少なくとも一日10%）は、金融市場における即時の非常にネガティブな反応だけでなく、中国経済政策全体の脆弱さを認めたと受け取られるはずだ。これはかなり低いリスクではあるが、大きな打撃となる可能性がある。なぜなら中国の現在の最重要課題は、その資本勘定を開くことだ：国際投資家を誘致するという事は、それほど独立していない金融政策を受け入れ、変動性が高い為替レート、オンショア市場とオフショア市場の異なるルール、より変動的な資本の流れ、そう簡単に管理できず、国際的な投資家に依存する市場を受け入れること、公的事業、特に国営事業をより透明化することなど、ガバナンス上かなり根本的な変革を意味する。人民元を急激に切下げるとは非常に悪い決断だ。

市場への影響 このタイプのシナリオでは、市場が広範囲にわたって下落することが予想される。突然の人民元切り下げは、特にアジアでの激しい通貨戦争の幕開けを意味する。金融政策は通貨の上昇を阻むため非常に緩和的にならざるを得ない。これはユーロと欧州経済への大きな打撃となる。なぜならユーロの実行為替レートの大部分は新興市場の通貨で占められているからである。

June 2017

リスク要因

[リスク#8] 新興国経済および/またはコモディティ価格の大幅な減速

[確率] 20%

分析 コモディティ価格の下落、中国経済の鈍化、および米国の金融政策（および貿易政策）の転換は全て、新興市場にとっては1997年～1998年の危機（新興市場全体が崩壊した）の再来を懸念する要因である。実際、米国のQEプログラム終了以来、新興市場は圧力にさらされていることを我々は認識すべきだ。アジア諸国が唯一その圧力に逆らうことが出来ていた。それは中国経済の好調さと困難を克服する能力が原動力となっていたが、この地域が基本的に商品消費する地域だったということも理由の一つだ。企業の債務不履行や主要経済指標などにより、市場では時折警戒されるものの、中国政府による処置（金利引下げ、銀行への準備金設定の強制、流動性の注入、財政や税制措置、通貨政策など）で、最終的には修正される。そのリスクとは、内需が解体され、経済政策が完全に無効になることだ。このリスクはここ数カ月の間に減少している：原油価格の上昇（OPECとの結束が強化）と、米国、日本、欧州の成長の再評価、FRBの「英知」と資本の流入（中国を除く）は、これらの市場に新しい見方を与えている。米国が保護主義へ回帰する事への懸念は、多くの新興国経済の業績についての新たな懸念材料となっている。

市場への影響 原油価格の下落は、コモディティ消費国である先進国にとって好材料ではあるが、これらの国が完全に切り離されているとは思えない。商品価格が下落し経済活動が低下したことで、新興諸国の通貨安と新興諸国からの資本の流出は続くだろう。資産クラスを選択する際には、先進国のそして安全な資産を選択すべきである。

[リスク#9] EU離脱後の問題は英国を長期的に弱体化する

[確率] 70%

分析 「タダ乗りはない。英国人はそれを知るべきだ」と、ドイツの財務相ヴォルフガング・ショイブレは述べた。「我々は英国を弱体化させたくはない。しかし、他の欧州地域が弱体化することも望まない。英国はEU離脱後、他国が持っていない優位性を持つべきではない」アンゲラ・メルケルはその発言を改めて繰り返し、英国はEU離脱プロセスについて「幻想を抱くべきではない」と述べた。交渉に対する姿勢は固まった。推定によると、このシナリオでは英国はGDPの2.5%から9.5%を「失う」可能性がある。貿易量とコストが影響を受けるであろう。特に金融サービス、化学、自動車、EUと高度に統合されているすべてのセクターではそれが顕著となる。英国のリスクは、同国が欲するEUからの制限なしの独立性を手に入れると、将来単一市場での取引を自由にできなくなることにある。そうはならない可能性が高いが、いずれにしても、それは継続中の交渉にかかっている。単一市場へのアクセス、英国が離脱することでEUに支払う必要がある推定600億ユーロを含む、いくつかの難しい問題が存在する。

市場への影響 その場合、英ポンドが更に下落し、英国経済の長期GDPが低下する。この2つの要因は金融政策の現状を長引かせる。またユーロ圏の金融資産の脆弱性が増すことは間違いない。

[リスク#10] 英国のEU離脱に伴う新たな欧州危機

[確率] 20%

分析 英国のEU離脱は、純粋な経済的観点からEUに大きな影響を与えることはないだろう。しかし、輸出、直接投資の流れ、そして金融セクターを見れば、最も影響を受けるのは、特に英国とのつながりが強いアイルランド、ルクセンブルク、ベルギー、スウェーデン、マルタ、キプロスだろう。リスクは主に政治的なものである：他の欧州諸国が「欧州アラカルト」を叫ぶおよび/または英国離脱の処理について分裂するかもしれない。今のところEU27カ国は一体となっているため、このような状況にはなっていない。英国のEUからの離脱を管理することは、歴史の中で最も複雑な離婚のようなものだ。一つ確かなのは：これは欧州が（再び）危機を管理する能力があり、そのための計画があり、時々欧州に出現する「欧州アラカルト」を取り除くことが出来るかどうかという重要なテストだ。新しい欧州の危機が発生した場合、連邦主義に向かっての偉大な飛躍がない限り（非常に低い可能性）、致命的となる可能性があります。英国との交渉が、フランスとドイツでの選挙の最中に行われることに注意すべきだ。これは政治的に理想的な状態ではない。特に欧州統合懐疑派を安心させるためには、欧州人は欧州の理想と融和する必要があるが、これは簡単なことではない。

市場への影響 悪影響は全て余りにもよく知られているものだ：ソブリンおよび信用スプレッドの拡大、ボラティリティの上昇など — しかし今回は深刻なユーロ安を伴うことは確実だ。新たな欧州危機が起これば、ユーロ圏解体のシナリオが固まる可能性がある。それが強い国々による支援の誘因とならなければ、少なくとも脆弱な国々は離脱するだろう。これはかなり可能性が高い議論だ。なぜなら支援する側は、脆弱国を経済的にそして財政的に支援することにうんざりしているからだ。

[リスク#11] 金融不安が大きくなる

[確率] 50%

分析 ここ数年間の中央銀行の行動で金融業界に安定が戻ってきた。短期および長期金利の低下、ボラティリティの低下、信用スプレッドの縮小などが、より安定的な環境を作った要因である。しかし、これは要注意だ。(i) この安定性は過小評価出来ない不自然な側面を持っている。中央銀行は全ての問題（仕事、投資、成長など）を独自で解決することはできない。現状がもっと大きく改善しなければ、あるレベルの幻滅/失望が始まり、それが不安定性の原因となる可能性がある。(ii) 金融政策は（マイナス金利もQEも）すでに限界に達している。金融政策からこれ以上を求めるとはできない。マクロ経済への対応は最終的には財政および税制政策によってなされる。伝統的には、金融市場にとっては、公共投資の方が低金利よりもはるかに効果が少ない。(iii) 最後に、欧州ではいくつかの選挙が行われるが、それらは金融資産のボラティリティに影響を与えないわけではない。

June 2017

リスク要因

市場への影響 特に労働市場が脆弱で政治的・社会的リスクが大きい欧州の地域では、不安定な金融市場はボラティリティと信用スプレッドの上昇が予測される。

[リスク#12] 流動性危機

[確率] 20%

分析 すでに説明したポジションおよび/またはポートフォリオの清算につながるかもしれないシナリオに加えて、広がりつつある流動性への制約には、さらなる注意を喚起する価値がある。2008年の金融危機以降、投資銀行の在庫の減少、市場の主要プレーヤーが債券を大量に買い保持せざるを得ない規制上の制約、自己勘定取引の減少、値付け活動の低下、QEプログラムを通じた中央銀行による統制は、債券市場を「消耗」させた。ポジションやポートフォリオを閉じるには、より多くの時間を要する（イングランド銀行が2年以上前に実施した調査を信じるなら、2008年の金融危機前と比べると7倍の時間がかかる）。買値と売値のスプレッドでさえも金融危機以降は縮小している（金利の低下により）。また取引可能な量も大幅に減り取引速度も減速している。この2つは、流動性またはその欠如を反映する主要要素だ。覚えて置きたいのは、流動性の低い市場ほど、価格がファンダメンタルズを反映していないということだ。そして、そのような市場ほど、操作されやすく、感染のリスクも高く、ボラティリティも高くより不安定である。だから衝撃を吸収する能力が低いのだ。あまり安心感を与えない。

市場への影響 この事実は投資決定に組み込むべきであり、ポートフォリオの構築制約やストレス・テストでも考慮される必要がある。流動性が低いポートフォリオ・セグメントまたは危機で流動性が低くなる可能性があるポートフォリオは、回収されるかマクロヘッジの対象となるだろう。ECBの購買プログラムが流動性を低下させている（悪影響）が、ボラティリティを低く抑える効果がある（好影響）... QE終了の議論がニュースとなれば、懸念が頭をもたげ、その傾向は今後間違いなく強くなる。

[リスク#13] 銀行の崩壊

[確率] 5%

分析 このリスクは、非常に誇張されているように当社には見える。確かにマイナス金利は銀行にペナルティを課している。そして資本コストは高いまま（現実的には過去の危機の重圧が反映されている）で、新たな危機への懸念、規制の不確実性、および投資家が銀行と銀行システムを区別することの難しさが、影響を及ぼし続ける。しかし、当社は悲観的ではない。2017年の銀行の状況は、2008年または2011年の銀行の状況とは共通点がない。今の銀行が非常に高額の資本調達しているだけでなく、ECBの危機に対するシステムは、銀行監視とストレス・テストと共に十分定着している。また、ECBの流動性アクセス・ファシリティが、特定のリスクやシステムミック・リスクを2年以上低下させている。成長が復帰したことは、今や資産となっている。過去数四半期間で— 特にドナルド・トランプ選出されてから— 固定利付債券市場はプラス圏に戻っている。そして利回りカーブがスティープ化していることも銀行の収益性には明確な利点であることを留意すべきだ。要するに、状況は大幅に改善されている。

市場への影響 脆弱性を起す原因の中でも、銀行と銀行システムを区別することが出来ないことが最大の懸念材料であることは間違いない。銀行に関する噂や困難はストレスの波を生み、スプレッドを拡大し銀行証券が急落させる。もしある銀行が破綻すれば、金融の安定性や欧州諸国経済に対してどのような意味を持つかについては、詳細に説明する必要はないだろう。

[リスク#14] 地政学的リスクが増大する

[確率] 70%

分析 地政学的には、市場は今難しい状況で動いている。シリア、「イスラム国」、トルコ、テロによる攻撃、および移民の流入は、特に欧州において各国間の外交関係を弱める原因の一部となっている。ドナルド・トランプを選出したことで、米国は移民を強制的に国外退去させることに付いての議論に正式に参加した。継続中のこれらの問題や紛争が迅速に解決されることを期待しないことだ。ポートフォリオに恒久的に地政学的リスクを組み込むこと（系統的マクロヘッジ戦略を提供すること）は今、意味あることだ。

市場への影響 緊張とボラティリティは定期的に上昇するに違いない。現時点では地政学的リスクは明らかに特定されている。米国の新たな外交の影響を含む他の政治的リスクの規模を現段階で評価することは困難だ。この要因の組合せは成長見通しや金融市場に影響を与えるか？現時点では確かではないが、その可能性は非常に高い。

[リスク#15] 政治的リスクが増大する（予定されている選挙戦、ポピュリズム、など）

[確率] 30%

分析 政治的には、市場は今難しい状況で稼働している。2017年には多くの選挙が行われるが、そのいくつかは特に重要な選挙だ：フランスの議会選挙（2017年6月11日と18日）、そして2017年の秋には、ドイツでの総選挙が予定されている。興味深く/懸念されるのは、過激派政党（欧州中核国における右翼政党、欧州周辺国における左翼政党）とポピュリズムの台頭だ。これは保護主義、反移民、公的赤字賛成問題を反映している。幾つかの政党はこれらの主張に必然的に引き込まれている。貧富の差の拡大と税負担に対して敏感となっている有権者を喜ばせる必要があるからだ。歴史的に見ると、そのような政策（特に保護主義）は通+常、非常に脆弱（又はゼロ）な成長と高インフレの状況を作り出す。経済停滞と大きな財政赤字の局面は、必ず不況そして政治・金融上不安定な期間を作り出す。欧州はまた、フランスやイタリアなどにおける住民投票の可能性にも直面している。最近の選挙（スペイン、イタリア、オーストリア、そして特にフランス）の後、このリスクは減少した。どの欧州諸国も極右政党に権力を与えておらず、これらの政党やこのトレンド重要性を過小評価することなく、独仏関係をの強化を継続する。

June 2017

リスク要因

市場への影響 現在の政治的リスクははっきりと確認されている。しかし、EUのガバナンスと将来のリーダーシップに関する問題は今日、保護主義の台頭や欧州を放棄しようとする曖昧な欲望よりもはるかに重要だ。こちらの方がまだまだ、という意味だ。しかし、これが経済成長予測や金融市場に影響を与えるのか？ 答えは「ノー」だ。

[リスク#16] フランスの選挙がユーロ圏への懸念を復活させる [確率]

10%

分析 2つの重要な選挙が近づいている：6月11日と6月18日に行われる議会選挙だ。新たに選出された大統領（エマニュエル・マクロン）は、議会選挙でも過半数を得るために有権者に働きかける必要がある。それが安定した政権を維持する唯一の方法だ。彼は議会選挙で（577席の）過半数を獲得するか、連立政権を形成する必要がある。フランスは安定した多数派の支持をもたない大統領を有することになるが、最近の動きを踏まえると、フランスの政治家が新大統領の後ろで支える状況は起こりそうもない。

市場への影響 フランスの選挙は金融市場にとっては大きなリスクとなり得る。なぜならこれらの選挙が現在のトレンドを象徴するからだ：それらはEMUの中核国における極右政党の増加、支配者層拒絶の拡大、保護主義の誘惑、欧州や欧州機関への敵対感などだ。リスク・プレミアム（ドイツに対するスプレッド、ボラティリティ、CDS ...）は正当であるが、当社は大統領選の第2ラウンドでの大きな改善は、当面継続すると見ている。

[リスク#17] 欧州債券の利回りの大きな上昇が維持される

[確率] 20%

分析 金融危機以降、長期金利は急激に低下した。この超低く又はマイナスの利回りの環境で高利回り債を探すなら、次の3つのスプレッドが選好される：新興国債、民間債務とハイイールド債である。特に2016年以降、債券利回り上昇のリスクは、ユーロ圏ではなく米国から来る。米国の長期金利の上昇は、主に5つの原因が考えられる：(i) 成長見通しの大幅な改善、(ii) より強硬な引締め政策、(iii) QEが「本当に」終了すること（満期国債の借換えをしない）、(iv) インフレの復活、または/および (v) 財政・税制政策の大きな転換である。これら全ての要因（現実、発表された措置、または恐れ）は、米国で増加している。米国に関しては、当社は新たな成長サイクルではなく、現在の成長サイクル（過去数四半期を通じて失速している）の延長を予測している。FRBが金利を引上げること、そして財政・税制政策が拡張的になることへの期待は長期金利の大幅な上昇を正当化するが、米国の長期金利が永久的に上昇することに依存するのは行き過ぎだと当社は見る。この結論はユーロ圏により当てはまる：成長、インフレ、金融政策サイクル、ECBのQEプログラム、そして予算や財政政策を通して、効果的に経済エンジンを再開することで、米国の金利上昇から欧州市場を保護する能力が（比較的）弱い。保護はするが、長期金利の上昇を防ぐには十分ではない（より堅実な成長、価格指数の上昇、ECB（およびFRB）のマイナス金利とQEプログラム終了の議論、成長のための予算と財政措置、など）、これら全ての要因は、確かに長期金利を上昇させるには十分だ。

市場への影響 長期金利の急激な上昇は、敏感な経済（特にフランスとドイツ）にとっては悪いニュースとなるだろう。しかし、米国ではもっと悪いニュースとなる。企業の債務が上昇しているため長期的な金利への感度上昇したためだ。これは成長を脆弱化させ、将来の債券利回りを低下させる。また、長期金利の上昇は、金融政策とFRBの金利引上げの可能性の障害となることにも注意すべきである。これが、米国債利回りの持続的かつ十分な上昇を疑うもう一つの理由である。

June 2017

マクロ経済状況		
南北アメリカ		リスク要因
米国	<p>Q1の成長には失望、財政政策に対する不確実性が続く</p> <ul style="list-style-type: none"> > 期待外れのQ1の経済成長(+1.2%)だけでは、サイクルを損なうには不十分だ。経済調査結果はは明るく、雇用市場は堅調だ。 > ドナルド・トランプの政治的問題も拡大サイクルを蝕むことはない。これはトランプの選挙公約の達成することを難しくしているに過ぎないが、それでも共和党は減税に合意に達する可能性が高い。一方で、トランプと共和党の保護主義者の支持は、下院での大きな抵抗で抑えられた。 	<ul style="list-style-type: none"> > 新政権の判断を取り巻く大きな不確実性 > 潜在的な成長は、今後しばらくは妨げられる可能性(「世俗停滞」)がある。 > 企業マージンの衰え
ブラジル	<ul style="list-style-type: none"> > インフレはかなり後退し、BCBは金融緩和サイクル開始し、それに固執する可能性が高い(他のすべての条件が同じなら)。 > 経済活動指標は徐々に改善している。 > 回復は新たな政治危機によって芽を摘まれた感がある。この危機も再び大統領が直接的に関与しているため、さらにソブリン格付けが引き下げられる。 	<ul style="list-style-type: none"> > 財政政策を緩和する、特に非常に控えめな年金改革。 > レアルの急激な下落 > 不況に陥る
欧州		
ユーロ圏	<p>フランス大統領選挙後の政治的リスクの後退</p> <ul style="list-style-type: none"> > 経済指標は予期されなかった上昇を続けている(いくつかは数年来の高値)。当社は成長予測を上方修正した:2017年は1.5%から1.6%へ、2018年には1.3%から1.5%へ。それでも、欧州の経済サイクルは米国のサイクルに遅れており、インフレ圧力を引き起こす可能性はまだない。当面は、コアインフレは安定しており、年率1%弱となっている。 > フランスの大統領選挙の結果、市場が心配していたフランスのEU離脱のリスクを排除した結果、政治的リスクは排除された。政治的な不確実性はイタリアに残っている。選挙は2018年5月までに実施され、欧州懐疑派が根強い。しかし、最も可能性の高いシナリオはイタリアが引き続き欧州連合の支配下にあるということだ。9月のドイツでの総選挙は、市場の混乱を招くことはまずないだろう。 	<ul style="list-style-type: none"> > 政治的リスク(反対派党の台頭、EU離脱) > 新興国経済および/または財政困難の波及。 > 地政学的リスクの上昇
英国	<p>経済状況は予想以上に好調を維持している。しかし、政治的な不確実性が高まっている。</p> <ul style="list-style-type: none"> > 6月8日に予定されている選挙の結果は非常に不確実である。現時点では、EUとの将来の関係や来るべき厳しい交渉について、全く予測できないことは、最終的にはかき實成をむしばみ、経済を不利にする。 > 経済は、ボンドの下落と将来の見通しの不確実性からインフレが高まり弱体化し始めている。財政政策は2017年から18年にかけて、わずかに拡大しており(過去2年間とは対照的)、政府は必要に応じて政策を緩和する余裕がある。 	<ul style="list-style-type: none"> > 英国のEU離脱に関連する不確実性からの衝撃 > 財務および国際収支の赤字はまだ非常に高い。
アジア		
中国	<p>中国:2017年には世界経済と通貨への中国の安定化の影響があるが、それは2018年にも続く</p> <ul style="list-style-type: none"> > 当社は中国経済の安定化は2017年を通して続き、2018年に継続されると見ている。 > 中国の経済的安定化はボトムアップとトップダウンの両方から来ている。民間投資や公共支出の両方が拡張的サイクルにあり、市場の予測をはるかに上回ることが証明されている。 > 予想よりも長期にわたる中国経済の安定化(2016年~2018年)は、世界経済回復に寄与し、グローバルな景気循環セクター、コモディティ、や新興市場に明らかに良い影響を与えている。 	<ul style="list-style-type: none"> > 2017年には世界的な経済と通貨の安定化へ寄与するが、それは2018年にも継続する > 2016年~2018年にかけての中国経済の安定化が世界の循環を形づくっている
インド	<p>インド:廃貨にも関わらず、2017年におけるアジアの成長の着実な原動力</p> <ul style="list-style-type: none"> > 裁量的歳出、自動車販売と冬作物の種まきの減速が、予想されたほど深刻ではなかった。それは建設部門でより顕著に見られた。 > 当社のベース・ライン・シナリオは、2017年には長期にわたり適度のインフレが続く。廃貨は成長とインフレに一時的な影響を与えるだけだと見ている。 > 物品サービス税(GST)を取り巻く論争は整理されておりインドは2017年7月にGSTを実施する可能性が高い。 	<ul style="list-style-type: none"> > 廃貨後、インドの成長は安定的に推移するだろう。 > 長期にわたる適度なインフレ
日本	<p>回復は潜在的成長を上回るレベルで継続している。</p> <ul style="list-style-type: none"> > 日本経済はアジアの貿易および国際貿易の改善の恩恵を受けている。失業率は20年ぶりの低水準だが、賃金の下落(実質ベース)は個人消費に打撃を与えるだろう。経済刺激策と企業の所得税の減税が、主なサポート要因である。しかし、予測が上方修正された2017年と比較して、2018年の成長は鈍化する可能性が高い。 	<ul style="list-style-type: none"> > 中国へのエクスポージャー > マイナス金利政策

マクロ経済と金融市場の見通し

マクロ経済の見通し

- 米国:** 労働市場の改善と共に拡大が続いている。ドナルド・トランプの政治的困難は、サイクルの継続を危うくすることはない。減税は2018年の中期選挙前に行われる可能性が高いため、成長率は約2%で安定するはずだ。
- 日本:** Q1には驚くべき上昇(+2.1%)をもたらした。これは5四半期連続の拡大となった。財政政策は依然として成長の原動力であり、日銀の政策は緩和的な金融政策の継続を可能にしている。しかし、名目GDP成長率は、物価の下落(GDPデフレーター)により非常に低く、労働者の賃金は2四半期連続で減少した。成長はおそらく減速する。
- ユーロ圏:** 回復は力強くなっている。市場心理は2011年以来最も強いレベルにある。これは金利は上昇しているものの、緩和的な金融政策が継続しているため、経済が上向いたことを意味する。引き続き政治的リスクを監視することが重要(特にイタリア)。
- ブラジル:** Q1のGDP成長率は-0.4%となり、前四半期(-2.5%yoy)を上回った。しかし、この改善は、棚卸資産の再構築に起因している可能性がある。当社は予測を更新し、2017年の予測を0%(以前は-0.5%)に引き上げた。需要の低迷と政治的な不確実性、予算改革を考慮すると、当社は慎重さを維持する。
- ロシア:** GDPは、2017年Q1に前年比+0.5%(2016年Q4は前年比+0.3%)に上昇する予想されている。この数字は、2017年にはプラスの成長へ回復するシナリオを支持する。しかし、i)現時点での構成要素に関する情報不足していること、ii)経済指標の脆弱性を考慮すると、当社は2017年に+1%の成長率を維持している。

年率平均(%)	実質GDP成長率 %			インフレ(前年比CPI)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
米国	1.6	2.0	2.0	1.3	2.5	2.3
Japan	1.0	1.2	1.0	-0.1	0.3	0.9
ユーロ圏	1.7	1.6	1.5	0.2	1.5	1.2
ドイツ	1.8	1.7	1.6	0.4	1.6	1.4
フランス	1.2	1.4	1.3	0.3	1.3	1.1
イタリア	0.9	1.1	1.1	-0.1	1.2	1.1
スペイン	3.2	2.3	1.6	-0.2	1.3	1.2
英国	1.8	1.5	1.3	0.6	2.5	1.9
ブラジル	-3.6	0.0	1.4	8.7	4.4	5.4
ロシア	-0.2	1.0	1.8	7.0	4.5	5.1
インド	7.5	7.6	7.6	5.4	5.2	5.2
インドネシア	5.0	5.2	5.2	4.5	4.5	4.5
中国	6.7	6.4	6.0	1.2	1.5	1.4
トルコ	2.9	3.4	2.5	7.8	10.1	8.9
先進国	1.6	1.8	1.7	0.7	1.8	1.7
新興諸国	4.0	4.3	4.4	4.1	3.9	3.5
世界	3.0	3.2	3.2	2.6	3.0	2.7

出典:アムンディ・リサーチ

主要政策金利の見通し

- FRB:** FRBは、6月にもう一度利上げを実施するだろう。年末には、満期が来る資産への再投資を停止する計画を発表する予定である。
- ECB:** QEは2017年12月まで、毎月600億ユーロのペースで継続する。ECBは、今年後半にQEのペースが2018年に縮小されることを発表するべきだ。コミュニケーションは徐々にハト派的でなくなるが、コアインフレ率の加速が見えるまで変更はほとんどないだろう。
- 日銀:** 日銀はイールド・カーブ・コントロール(YCC)政策に固執し金利目標を変更すべきではない。
- 英中銀:** 経済状況が悪化しても、英中銀は金利を引き上げない。

	02/06/2017	当社予想 6カ月先	コンセンサス Q4 2017	当社予想 12カ月先	コンセンサス Q2 2018
米国	1.00	1.50	1.50	1.75	1.85
ユーロ圏	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
日本	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
英国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25

長期金利の見通し

- 米国:** サイクルの終わりが近づいているので、イールドカーブは引き続きフラットとなる。FF金利の上昇とバランスシートの削減と差し替えの問題は重要である。
- ユーロ圏:** 長期金利は、ECBが超緩和的政策の段階的な終了につれて上昇するはずである。インフレ損益分岐率は依然として低下(し過ぎ)ている。
- 英国:** 活動指標が悪化していることで、英国の利回りに下方圧力がかかる。
- 日本:** 日銀が長期利回りカーブをコントロールしている。そして、日銀はおそらく短期債利回りの低下を支持している。

2年物 債券利回り					
	02/06/2017	当社予想 6カ月先	先渡 6カ月先	当社予想 12カ月先	先渡 12カ月先
米国	1.28	1.40/1.60	1.44	1.60/1.80	1.57
ドイツ	-0.72	-0.80/-0.60	-0.71	-0.80/-0.60	-0.64
日本	-0.15	-0.20/-0.00	-0.15	-0.20/-0.00	-0.13
英国	0.11	0.00/0.20	0.14	0.00/0.20	0.19

10年物 債券利回り					
	02/06/2017	当社予想 6カ月先	先渡 6カ月先	当社予想 12カ月先	先渡 12カ月先
米国	2.15	2.40/2.60	2.27	2.40/2.60	2.38
ドイツ	0.27	0.40/0.60	0.43	0.60/0.80	0.55
日本	0.06	0	0.09	0	0.15
英国	1.04	1.00/1.20	1.14	1.00/1.20	1.26

通貨の見通し

- ユーロ:** ECBの超緩和的な金融政策の段階的な終了に伴い、ユーロは年末には上昇するはずだ。
- 米ドル:** 米ドルは、米国選挙の当時のレベルに戻っている。将来の景気対策についてのさらなる失望は、米ドルに圧力をかける。
- 日本円:** 円はまだ過小評価されている。非常に低いボラティリティを背景に、日本円はリスクヘッジ目的として興味深いかもしれない。
- 英ポンド:** 当社は英ポンドにはネガティブなバイアスを維持している。英ポンドは穏やかな経済の悪化から打撃を受けるだろう。

	02/06/2017	当社予想 6カ月先	コンセンサス Q4 2017	当社予想 12カ月先	コンセンサス Q2 2018
EUR/USD	1.13	1.15	1.10	1.20	1.12
USD/JPY	110	115.00	115.00	110.00	115.00
EUR/GBP	0.87	0.90	0.87	0.90	0.88
EUR/CHF	1.09	1.05	1.10	1.05	1.11
EUR/NOK	9.50	9.20	8.99	9.00	9.23
EUR/SEK	9.73	9.60	9.41	9.40	9.71
USD/CAD	1.35	1.37	1.35	1.40	1.33
AUD/USD	0.74	0.72	0.74	0.70	0.75
NZD/USD	0.71	0.70	0.68	0.70	0.71