

I. 主要国の投資環境見通し		p.1-14
①米国	2017年の景気は堅調見込むも、新政権の政策は未知数	... 1-2
②欧州	2017年のユーロ圏景気加速の鍵は個人消費と、米英政治に揺さぶられそうな外需	... 3-4
③日本	2017年は政府主導で構造改革が進み、国内投資の拡大を促進できるか	... 5-6
④オーストラリア	2017年も通貨の底堅さが続くのか	... 7-8
⑤中国	2017年は秋の共産党大会を控え、景気安定を最優先か	... 9-10
⑥ブラジル	2017年のレアル上昇には、テメル政権の財政改革進展と景気浮揚が不可欠	... 11-12
⑥為替	2017年は行き過ぎた世界経済楽観論が修正され、円安ドル高の勢いは鈍化へ	... 13-14
II. 国際金融市場の動向		p.15-17
①株式	... 15	
②金利	... 16	
③為替	... 17	
III. 金融・商品市場のパフォーマンス		p.18
IV. 2017年1月の主要な政治・経済日程		p.19
V. 2017年の主要な政治・経済日程		p.20

I. 主要国の投資環境見通し ①米国:2017年の景気は堅調見込むも、新政権の政策は未知数

● 新政権陣容は概ね固まり、トランプ公約を色濃く反映

2017年1月20日の大統領就任が迫り、新政権を担う人事が相次いで発表され、異色の顔ぶれが並びました。政治経験のない企業経営者や投資家が多く登用され、安全保障政策担当には軍人出身者からの起用が相次ぎました。共和党内からは主流派とのパイプ役のほか、選挙戦におけるトランプ氏の主張を踏襲する強硬派の起用が目立ち、選挙公約の実現を最優先する布陣で固めた模様です(図1)。今後は就任後の3大教書を通じて新政権が提示する具体的な政策の全容に焦点が移りそうです。長期の成長見通し改善につながる政策を選択し、議会と協調して法案の早期成立を実現できるかに注目が集まります。

● 米国景気は消費中心に良好、米国株は史上最高値を更新

足元の景気は良好です。2016年7-9月期の実質GDP(確定値)は前期比年率+3.5%と前期の同+1.4%から加速、個人消費と輸出がけん引しました(図2左)。消費堅調の背景は良好な雇用環境が一因です。11月非農業部門雇用者数は前月差+17.8万人と昨年平均の+23万人を下回るものの、失業率の低下が続く等安定した伸びを維持しています(図2右)。11月平均時給は前年比+2.5%と緩やかながらも雇用環境の改善が賃金上昇に波及する姿がみられます。

12月13-14日の米FOMC(連邦公開市場委員会)は、1年ぶりに0.25%の利上げを実施、FF金利の誘導目標を0.50~0.75%に変更しました(図3左)。経済見通しは景気や物価に対する見方を上方修正、2017年の利上げペースを0.25%を2回から3回に引き上げています(図3右)。声明文の「緩やかな利上げを予測」とあるように、2005年頃の年8回の利上げに比べると緩やかなペースです。

大統領選以降、米国株は史上最高値を更新するなど堅調です。良好な企業業績に加えてトランプ氏の政策期待が下支えしているようです(図4左)。一方、米10年国債利回りは2.5%台まで上昇、日米金利差拡大が円安ドル高の一因になったとみられます。2017年もこの傾向が続くのかは、今後、明らかとなるトランプ氏の具体的な政策に左右されそうです。国債利回りの動向を考える上では、潜在成長率が上昇するのか、民間資金需要が強まり実質金利が上昇するのか、インフレ見通しが強まり期待インフレ率の上昇が加速するのかなどが注目されます(図5)。(吉永)

【図1】実業家偏重政権で米国利益の最大化を追求へ

■ トランプ政権の100日計画(一部抜粋)

経済目標	※ 10年間で2,500万人の新規雇用創出(月平均:20.8万人) ※ 実質GDP成長率を10年平均で+3.5%に引上げ(最大年間+4.0%)
【就任初日】※大統領権限で対応可能	【就任100日以内】※立法化を目指す
インフラ投資	米国エネルギー・インフラストラクチャー法 ・10年間で1兆ドルの投資
税制	中間層減税及び課税簡素化法 ・子供が2人の中間層に35%減税 ・所得税区分簡素化(7→3段階) ・連邦法人税減税(35%→15%) ・レバトリ減税(10%に)
移民	- 犯罪歴のある移民を強制送還 - テロ頻発地域からの移民受入れを一時中止 - ビザの悪用調査を指示 - 大統領権限の不法移民恩赦撤回 不法移民終結法 ・南部国境に壁を建設 ・不法移民の入国禁止 ・ビザ規則の変更
通商	NAFTAの再交渉もしくは離脱 ・TPPからの離脱(代わりに2国間交渉) ・中国を為替操作国に指定(対抗措置:45%関税) ・外国による不正貿易の阻止を指示 オフショアリング終了法 ・企業の海外移転阻止のための関税率設定
社会保障	オバマケア廃止・置換法 ・オバマケア廃止(一部維持を検討) ・州を越えた保険加入を可能に ・メディケアの管理を州政府に任せる
エネルギー	シェールガス・石炭等の生産規制撤廃 ・国連気候変動プログラムへの資金拠出停止 ・エネルギーインフラ計画の再開
その他	新規規制1つ設ける毎に 現行規制2つを廃止 ・最高裁判事の後任人事選定開始 ・政府高官のロビイスト転身禁止等 国家安全回復法 育児・介護費用適正化法 地域安全回復法 学校選択・教育機会法 ワシントン腐敗一掃法

出所)「Donald Trump」HP、政権移行チームHP、各種報道資料より当社経済調査部作成

■ トランプ新政権主要人事の指名状況(2016年12月26日時点)

役職	候補者	略歴	役職	候補者	略歴
大統領首席補佐官	ライス・フリーバース氏	・共和党全国委員長	財務長官	スティーブン・ムニチン氏	・ゴールドマン・サックス出身 ・映画投資で有名
大統領首席戦略担当兼上級顧問	スティーブ・バノン氏	・ゴールドマン・サックス出身 ・運動系ニュースサイトの元会長	商務長官	ウィルバー・ロス氏	・企業再建を得意とする投資家
国家安全保障担当首席補佐官	マイケル・フリン氏	・前防衛情報局長 ・イスラム圏を扇動	国家経済会議委員長	ゲーリー・コーン氏	・ゴールドマン・サックス社長兼最高執行責任者
国務長官	レックス・ティラーソン氏	・エクソンモービルCEO ・ロシアと親交	労働長官	アンディー・バスダー氏	・ファーストフード大手CEO ・労働条件規制に批判的
国防長官	ジェームズ・マティス氏	・元中央軍司令官 ・アフガン・イラク戦争で現場指揮	保健福祉長官	トム・プライス氏	・下院予算委員長 ・オバマケアの強硬な反対論者
国土安全保障長官	ジョン・ケリー氏	・元南方軍司令官	エネルギー長官	リック・ペリー氏	・前テキサス州知事 ・地球温暖化に懐疑的

出所) 各種報道資料より当社経済調査部作成

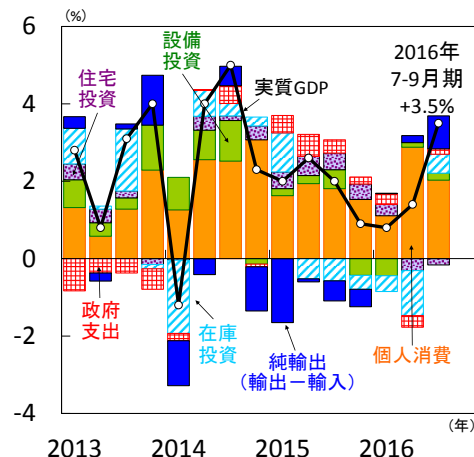
■ 今後の主な日程

1月3日	上・下院 新議会開会
1月6日	選挙人票の開票 連邦議会両院合同会議を 開催し、その場で集計・承認
1月20日	大統領就任式 大統領就任演説は、通常の一般教書演説に該当
~2月6日	予算教書を 議会へ提出
2月下旬	上下院合同議会 にて施政方針演説
2月中	大統領経済報告 (経済教書)公表
2月頃まで	上院にて新政権 人事承認
3月15日	債務上限 引上げ期限

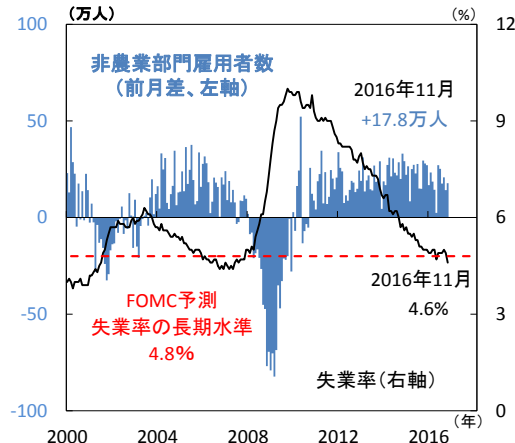
■ 民間出身(政治経験無し) ■ 共和党 ■ 軍人出身

【図2】景気は消費と輸出が主導し高成長、雇用環境は良好

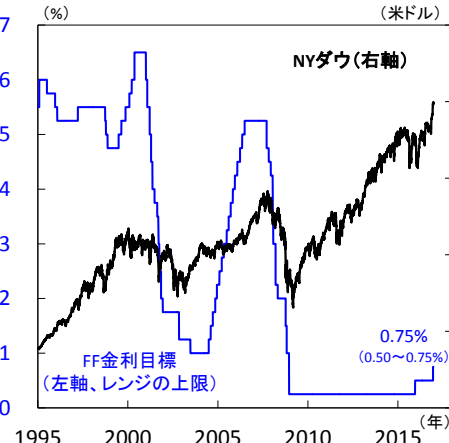
米国 実質GDP(前期比年率)



米国 失業率と非農業部門雇用者数



米国 NYダウとFF金利目標



米国 FOMCの経済見通し(中央値、%)

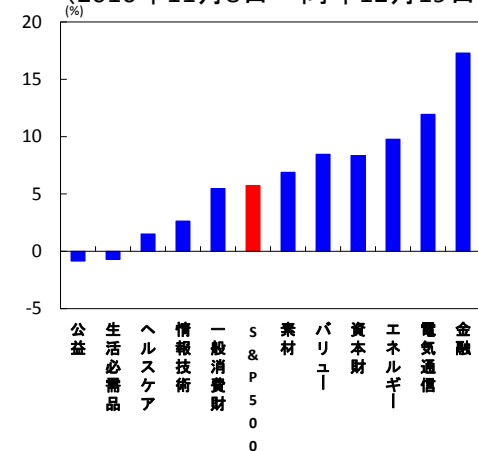
		2016年	2017年	2018年	2019年	長期
実質GDP	2016年12月	1.9	2.1	2.0	1.9	1.8
	2016年9月	1.8	2.0	2.0	1.8	1.8
	変化	+0.1	+0.1	+0.0	+0.1	+0.0
失業率	2016年12月	4.7	4.5	4.5	4.5	4.8
	2016年9月	4.8	4.6	4.5	4.6	4.8
	変化	▲0.1	▲0.1	+0.0	▲0.1	+0.0
物価上昇率	2016年12月	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
	2016年9月	1.3	1.9	2.0	2.0	2.0
	変化	+0.2	+0.0	+0.0	+0.0	+0.0
FF金利	2016年12月	0.625	1.375	2.125	2.875	3.000
	2016年9月	0.625	1.125	1.875	2.625	2.875
	変化	+0.000	+0.250	+0.250	+0.250	+0.125

注) 左図の直近値は2016年12月23日時点。
右表の色の反転部分は見通しを上方修正した部分。

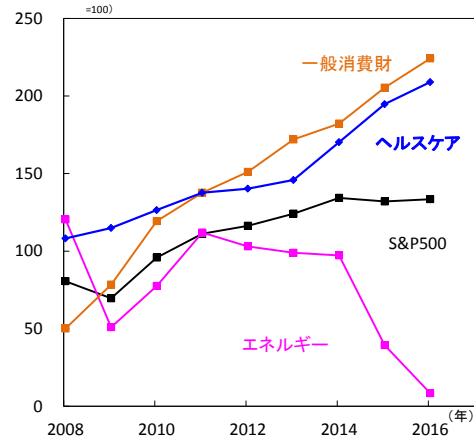
出所) FRB、Bloombergより当社経済調査部作成

【図4】大統領選後の株価は金融中心に上昇、業績利益は良好

S&P500 業種別騰落率
(2016年11月8日～同年12月19日)



米国 一株当たり予想利益
(各年12月末時点)



注) 右図の予想はBloombergの当期予想で直近のみ2016年12月19日時点。

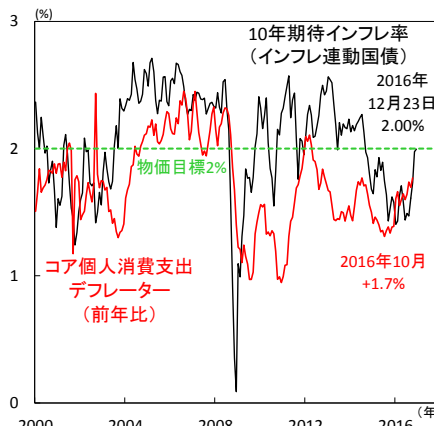
【図5】利回り上昇が継続するか実質金利と期待インフレに注目

米国 潜在成長率と実質金利



注) 10年国債利回り=10年実質金利+10年期待インフレ率。

米国 物価と期待インフレ率



出所) Bloomberg、米商務省、米議会予算局より当社経済調査部作成

②欧州：2017年のユーロ圏景気加速の鍵は個人消費と、米英政治に揺さぶられそうな外需

●ユーロ圏景気加速の条件は個人消費と外需

2016年のユーロ圏景気は年初の予想よりは比較的堅調な回復軌道を辿りました。個人消費は総じて底堅く、設備投資も2014年から始まった投資促進策であるユンケルプラン（ユンケルEU（欧州連合）委員長発案）がようやく芽を出し始めその伸びは米国を上回りました（図1左）。もっとも、これら内需の活性化も景気を過熱（潜在成長率を持続的に上回る）させるほどの力はまだありません。

2017年のユーロ圏景気は、個人消費と外需の活性化が加速の条件となりましょう。前者では各経済主体の債務調整（図1右）の進行と共に、失業率が改善（図2左）し家計の可処分所得改善に繋がる必要があります（図2右）。また後者では、過去最大規模に膨張する貿易黒字の一段の拡大を要しましょう（図3）。もっとも、お得意様といえる英国、米国との貿易取引を展望すると不安が残ります。両国との間で各々複雑な通商上の課題に直面するとみられるためです。

●英BREXIT、米通商政策、そしてユーロ圏各国政治問題

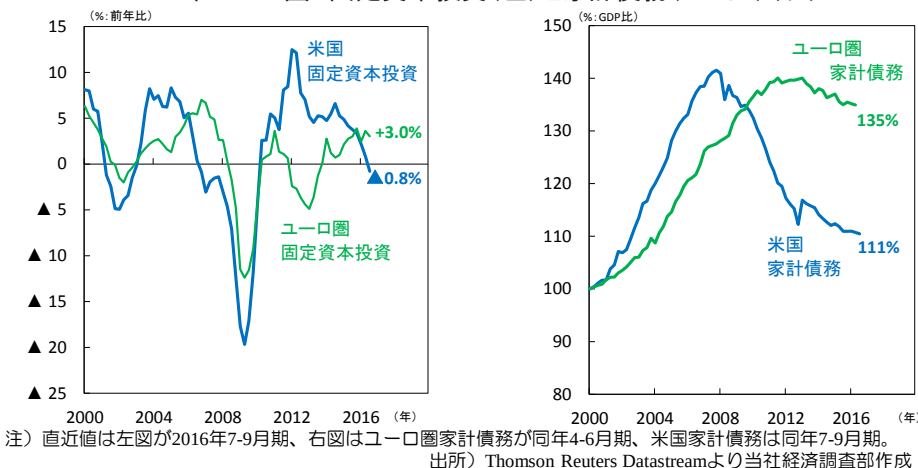
英メイ首相は、BREXIT（英国民によるEU離脱）に向けたEUとの交渉開始を2017年3月までに宣言と表明するも、英最高裁はBREXIT法制定の可否を2017年1月にも判断するとしています（図4）。もし法制化が必要となれば、EU離脱交渉の開始宣言、及びその2年後となるEU離脱は後ずれすると共に、英国が目指すとみられる単一市場アクセス権（EUとのヒト・モノ・カネの自由移動）の維持にも暗雲が立ち込めましょう。仮にEUと英国の間で単一市場アクセス権が失われれば、英国はもちろんのこと、ユーロ圏外需にも大きな打撃となりましょう。

また米トランプ次期大統領が2017年1月20日の就任以降、こういった通商政策を打ち出すかはユーロ圏外需にとっては極めて重要です。2000年代以降、米国が世界の貿易取引の担い手となり巨額の貿易赤字を計上、ユーロ圏各国はその恩恵を得て巨額の貿易黒字を計上しているためです（図5）。米通商政策が保護主義化へと向かえば、ユーロ圏貿易黒字は縮小し景気の足かせとなりましょう。

更に、域内の政治的不透明感の高まりにも注意が必要です。EU（欧州連合）の是非が焦点となりそうな2017年の独仏選挙は注目です。但し英BREXITとは違い独仏世論はEUに好意的、大きな波乱はないとみています（図6）。（徳岡）

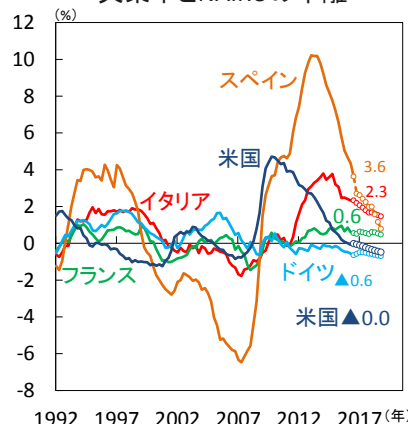
【図1】投資は改善も家計債務重く消費は伸び悩み

米ユーロ圏 固定資本投資（左）と家計債務（GDP比）（右）



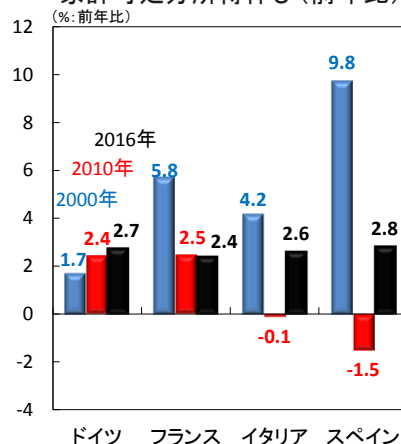
【図2】失業率と可処分所得回復は必要条件

ユーロ圏主要4カ国と米国
失業率とNAIRUの乖離



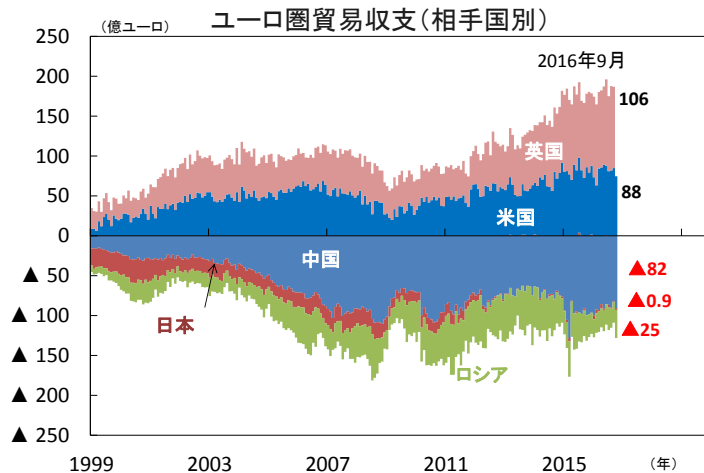
ユーロ圏主要4カ国

家計可処分所得伸び（前年比）



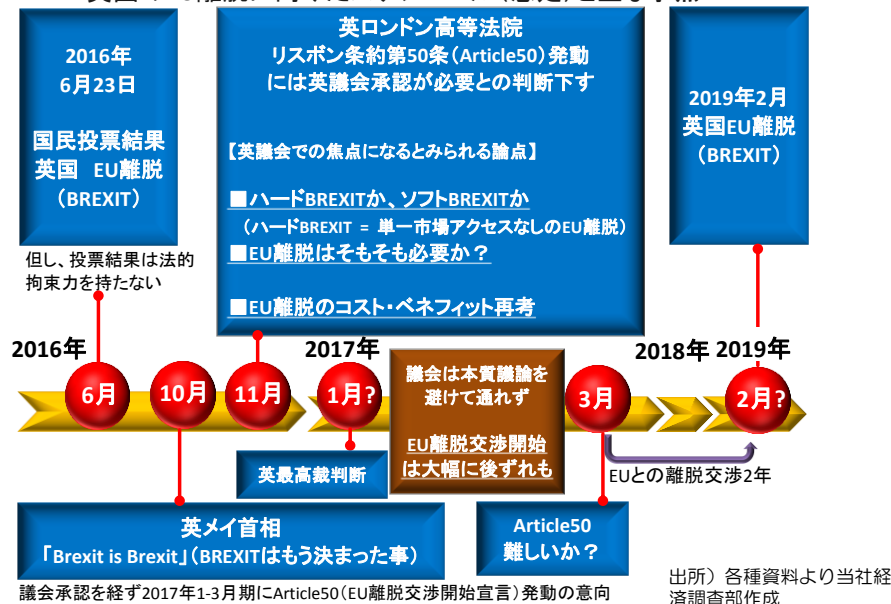
注）左図NAIRU（インフレを加速させない失業率の水準）はOECD（経済協力開発機構）推計、2018年まで、ドットはOECDによる予想。図中数値は直近実績値（2016年7-9月期）とNAIRUの差。右図2016年は4-6月期までの平均値。
出所）OECD、Thomson Reuters Datastreamより当社経済調査部作成

【図3】ユーロ圏貿易のお得意様、米英では政治的不透明感漂う

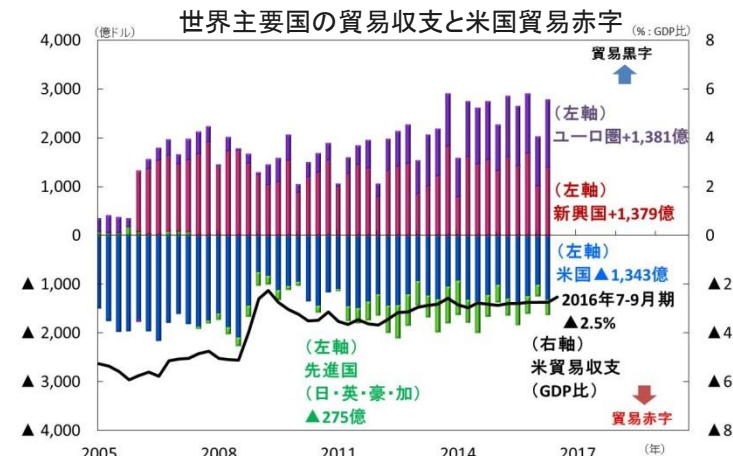


【図4】まずは英最高裁判断が待たれる

英国のEU離脱に向けたスケジュール(想定)と主な争点



【図5】米保護主義はユーロ圏外需に打撃



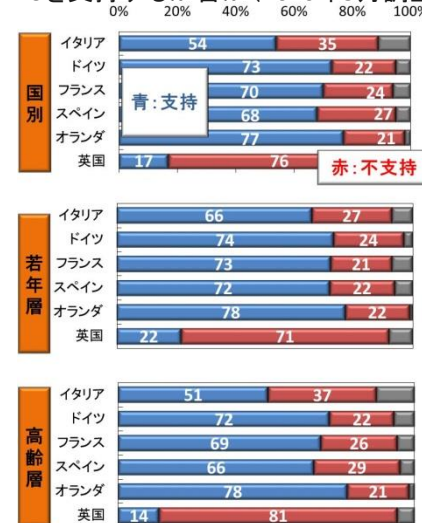
注) 新興国は、中国、香港、マレーシア、フィリピン、ロシア、シンガポール、南アフリカ、韓国、タイ、トルコ、ブラジル、インド、インドネシア、メキシコ、ポーランド、ハンガリー、アルゼンチン、チリ。貿易収支の直近値は2016年4-6月期。

【図6】独仏選挙は波乱なしを見込む

EU委員会アンケート調査

ユーロ圏主要国 主な選挙日程

EUを支持するか否か(2016年5月調査)



注) 左図若年層は16-39歳、高齢層は40歳超。灰色はどちらともいえないとの回答。右図イタリアは当社経済調査部による予想。 出所) EU委員会、各種報道より当社経済調査部作成



③日本：2017年は政府主導で構造改革が進み、国内投資の拡大を促進できるか

● 2016年後半に踊り場を脱した日本経済、持続性はあるか

2016年7-9月期の実質成長率は3四半期連続のプラス成長となりました（図1）。GDP統計は1993SNAから2008SNAへの対応を含む平成23年基準改定を反映し足元の成長率を上方修正、2015年度の名目GDPは31兆円増加し532兆円となりました。新基準では個人消費が堅調な姿となっています。ただし消費マインドの低迷など消費に力強さはなく、外需主導の成長が続いています。

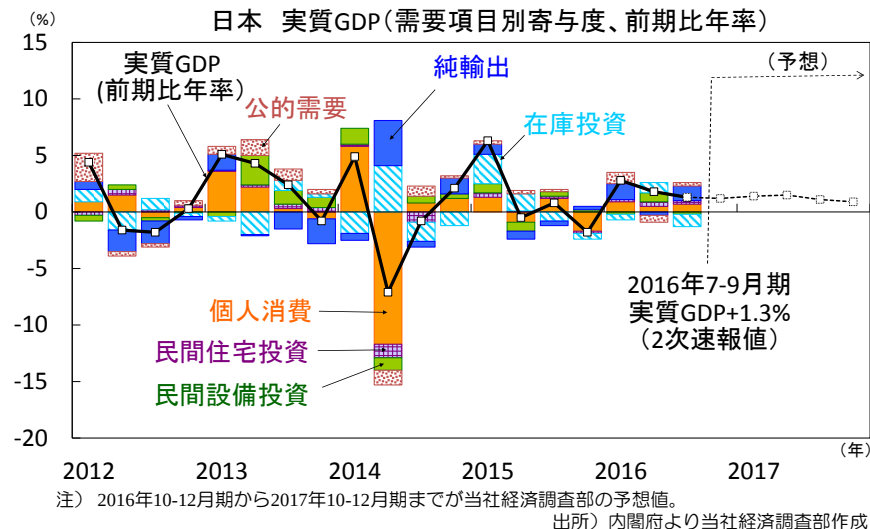
景気は2016年後半に停滞から再拡大に転じました。内閣府は10月景気動向指数一致CIの基調判断を足踏みから改善へ1年10ヵ月ぶりに上方修正、日銀短観でも12月大企業製造業の業況判断DIが6四半期ぶりに改善しました（図2）。株価も2016年6月に底入れしており、日本経済が拡大局面にあることを示しています。2017年は米中経済の牽引で緩やかな経済成長が予想されます。輸出→企業収益→雇用者所得→消費の拡大で企業の需要見通しが改善し投資が増えれば、好循環が生じ成長率は高まるでしょう。

● 企業は国内需要の成長性へ懐疑的、マネーだけでは解決困難【図2】景気は足踏みから改善へ、再拡大の動き

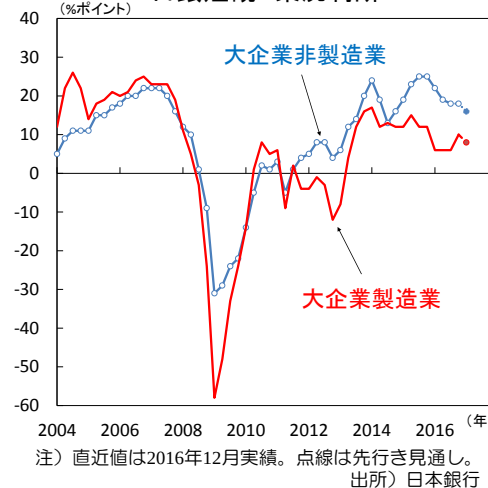
ただし、企業は内需の成長性に懐疑的とみられます。団塊世代の退職が増えるなか中小企業中心に人手不足感は強まり、失業率は21年半ぶりの水準に低下しています。ただし、実質賃金の上昇にもかかわらずインフレ率は加速していません（図3）。その背景にはGDP需給ギャップの需要不足がなかなか解消しないことがあり、期待成長率の低下で投資は国内から海外へシフトしています（図4）。マネー増だけで潜在成長率の引き上げは困難であり、安倍政権は構造改革を進め、企業に国内投資へ眼を向かせる必要があります。

企業はトランプ相場に対しても慎重な見方をしています。円安進行にもかかわらず、12月日銀短観で企業収益予想は下方修正されました（図5）。一方、株価は期待の高まりで上昇、事業計画と株価が織り込む業績に乖離があり、今後業績予想の上方修正で乖離が埋まるのかが焦点です（図6）。企業は余剰資金を自社株買い、M&Aにシフトしており、2017年は政府主導で構造改革が進展し、企業の成長期待を引き上げられるのか注目です。（向吉）

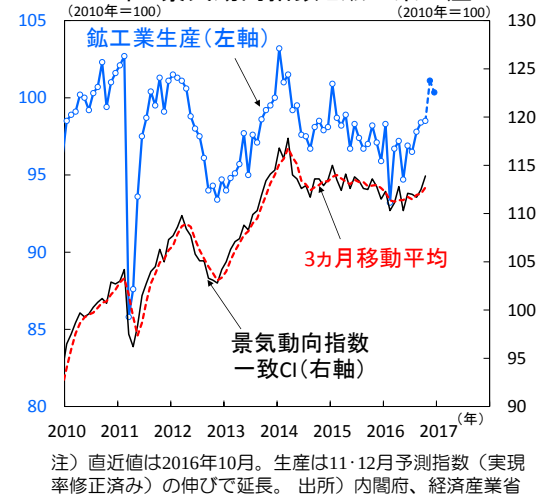
【図1】2017年の実質成長率はプラス基調に



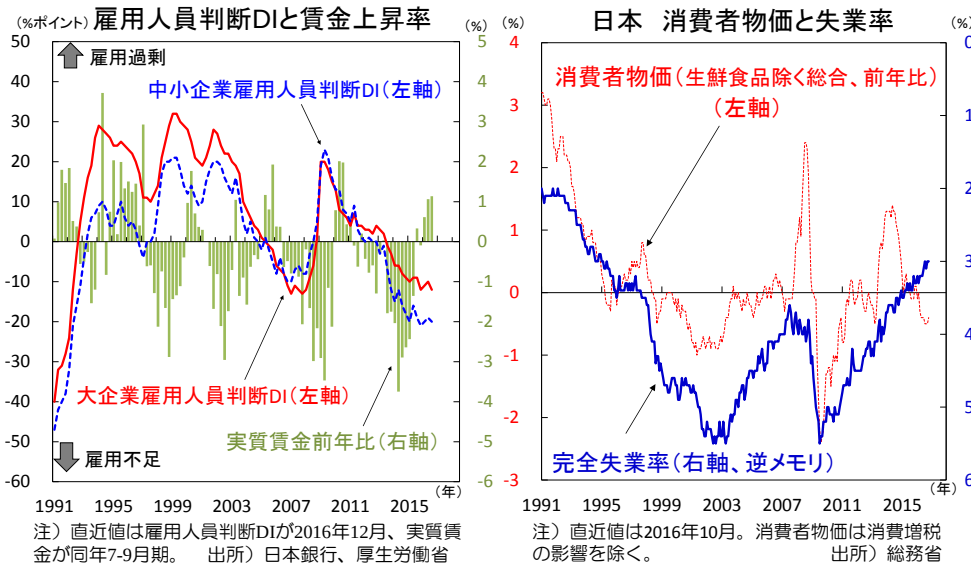
日銀短観 業況判断DI



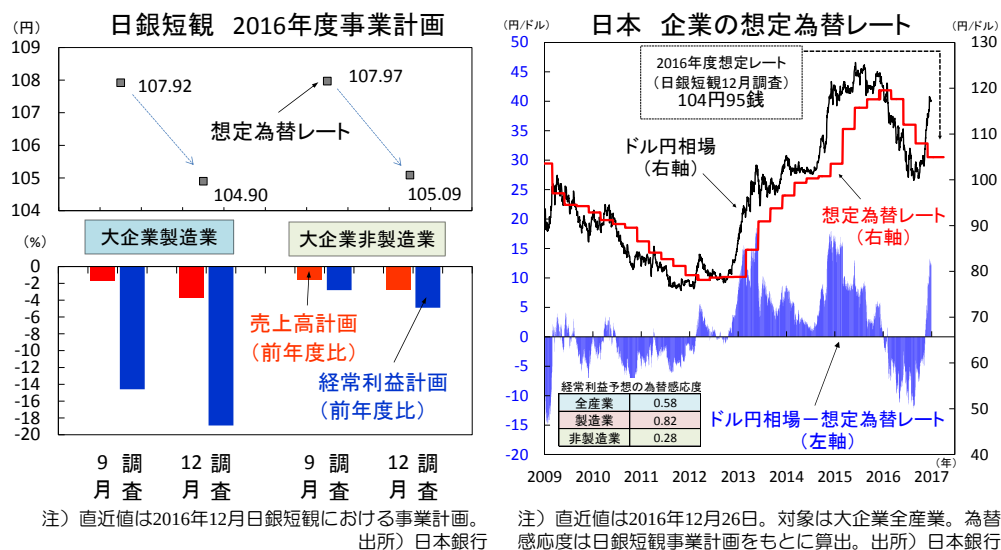
日本 景気動向指数と鉱工業生産



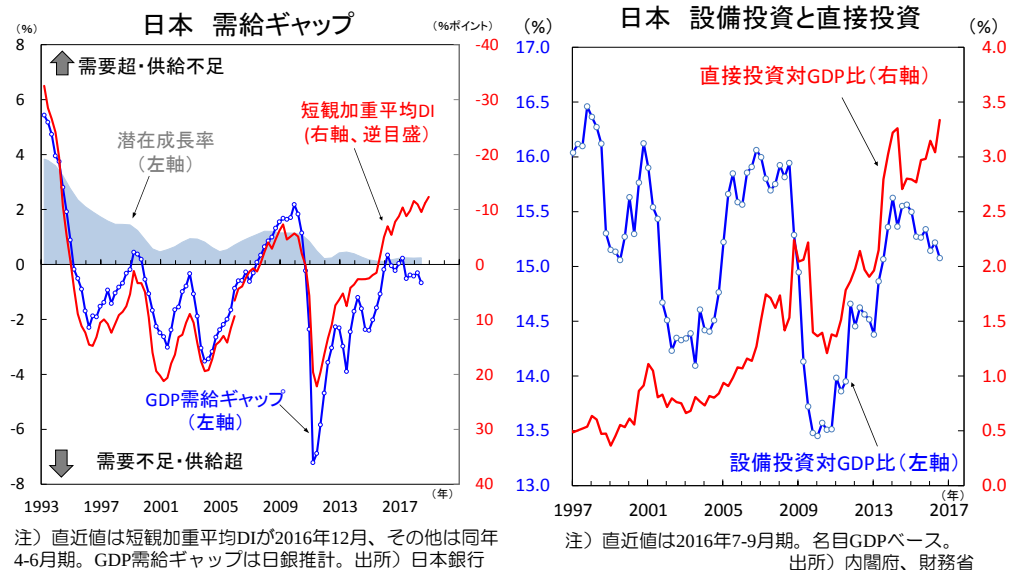
【図3】労働需給は逼迫、ただしインフレ率の加速はみられず



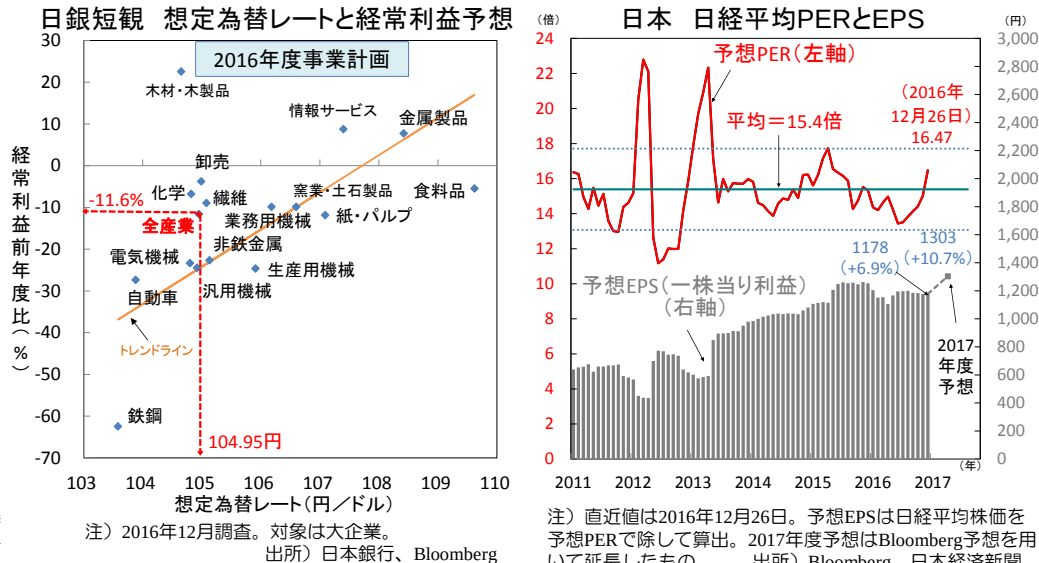
【図5】円安ドル高が進むも企業は想定為替レートを円高に修正



【図4】期待成長率の低下で投資は国内から海外へシフト



【図6】円安・景気拡大による収益増を織り込み株価は上昇



④オーストラリア：2017年も通貨の底堅さが続くのか

●2016年は底堅く推移したオーストラリア(豪)ドル相場

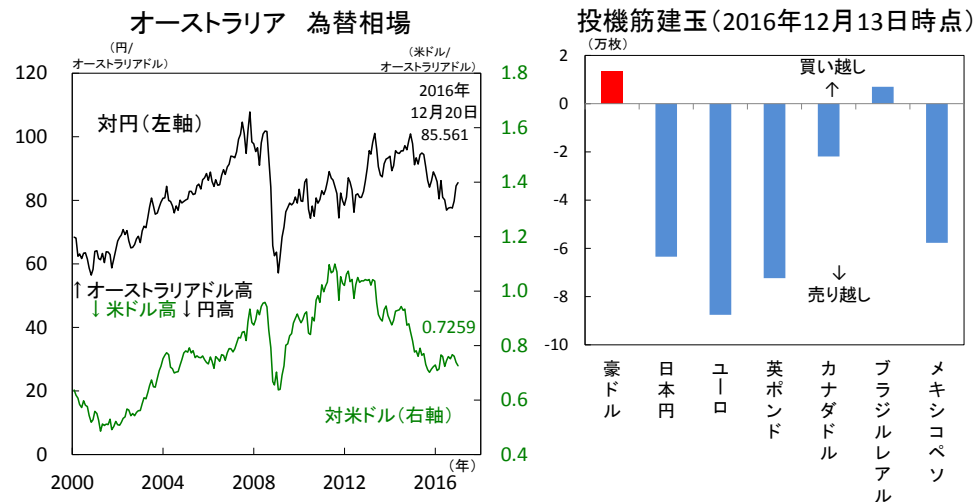
2016年の豪ドル相場は、5月と8月に利下げを実施する中でも底堅く推移（図1左）、2016年2月の原油価格底打ちをきっかけに国際的な資源価格が下げ止まったことで輸出が持ち直したことが一因です。投機筋による通貨先物のポジションをみると豪ドルが選好されています（図1右）。相対的に高い成長率や国債利回りが投資魅力になっているとみられます。

2016年7-9月期実質GDPは、2011年1-3月期以来の前期比マイナス成長となりました（図2左）。しかし公的需要の大幅増加の反動や大雨による住宅建設遅延などの一時的要因が影響した模様です。2016年12月の豪州政府の経済見通しによると、輸出や個人消費の回復を背景に成長加速を予想しています。一方、消費者物価上昇率は、インフレ目標を下回るペースにとどまっています（図2右）。賃金上昇率の鈍さが一因とみられますが、今後も雇用環境の改善が続き、失業率が5%近辺に達すると物価上昇圧力が強まる可能性があります（図3）。しかし政府の予測では、物価上昇は2017年度（2017年7月～2018年6月）にインフレ目標の下限2%に達する程度の緩やかなペースです。当面、低めの政策金利が維持され、景気や株価を下支える局面が続くそうです。

●2017年の焦点は中国経済と国際的な資源価格

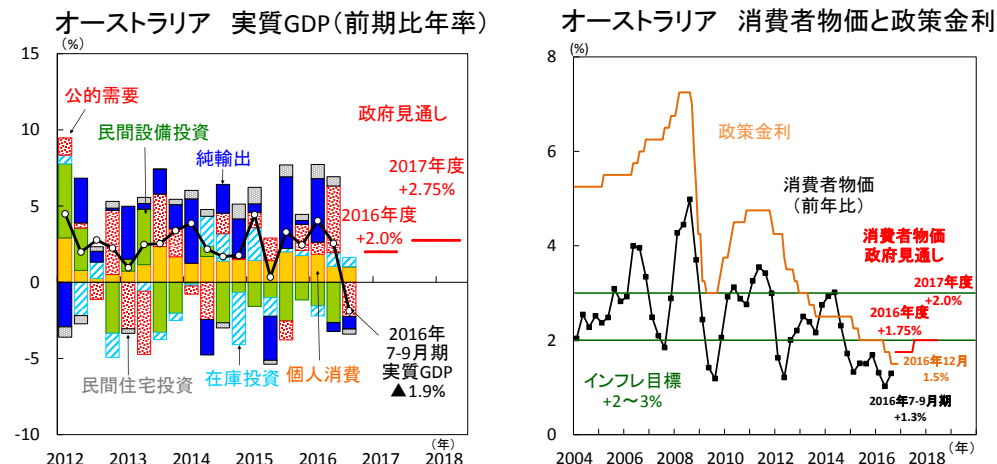
2017年も豪ドル相場は底堅い動きが続くのか、輸出金額の回復が焦点と考えます。輸出金額は2015年12月を底に回復しています（図4左）。観光収入などのサービスに加え、資源など財輸出の増加が寄与しました。資源輸出量の増加基調と国際的な資源価格の底打ちが大きな要因です（図4右）。2017年の輸出金額は、主要輸出先である中国の景気動向（図5）や国際的な資源価格に影響を与える原油相場の影響を受けるとみています。中国では、インフラ投資等の景気対策で資源需要が増加しているものの、構造的には鉄の生産過剰で原料である鉄鉱石や石炭の需要が抑制される恐れがあります。一方、原油価格は、OPECや非OPEC加盟国の減産合意が実現されなかった場合、反落する恐れがあります。しかし、米国の生産量が調整弁となって原油の需給環境は安定的な状態が保たれそうです。少なくとも2015年のような供給過剰に逆戻りし、豪ドル安が再燃する可能性は低いと予想します（図6）。（石井）

●【図1】豪ドルは底堅く推移、市場は相対的に豪ドルを買い越し



出所) Bloomberg, CMEより当社経済調査部作成

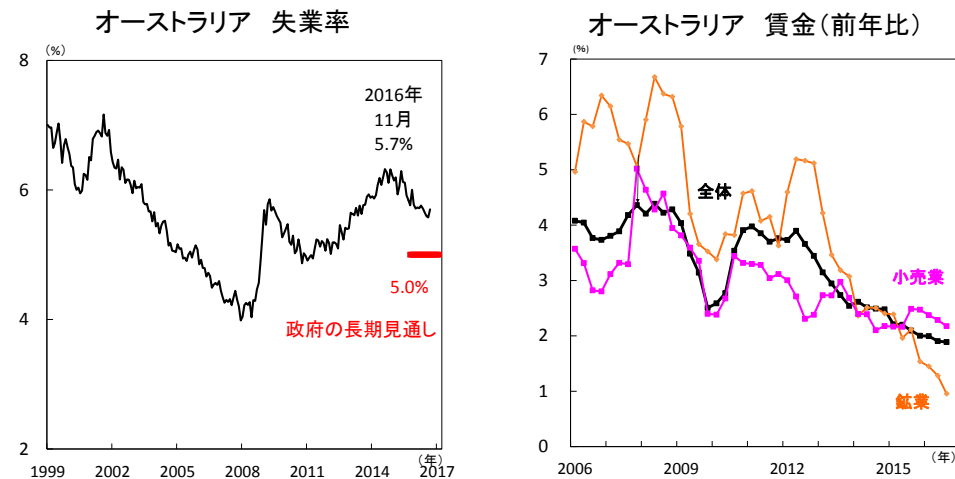
●【図2】実質GDPは天候悪化や公的需要の反動減で一時的に失速



注) 政府見通しは2016年12月経済財政見通し。2016年度は2016年7月～2017年6月。

出所) オーストラリア中銀、オーストラリア統計局、オーストラリア政府より当社経済調査部作成

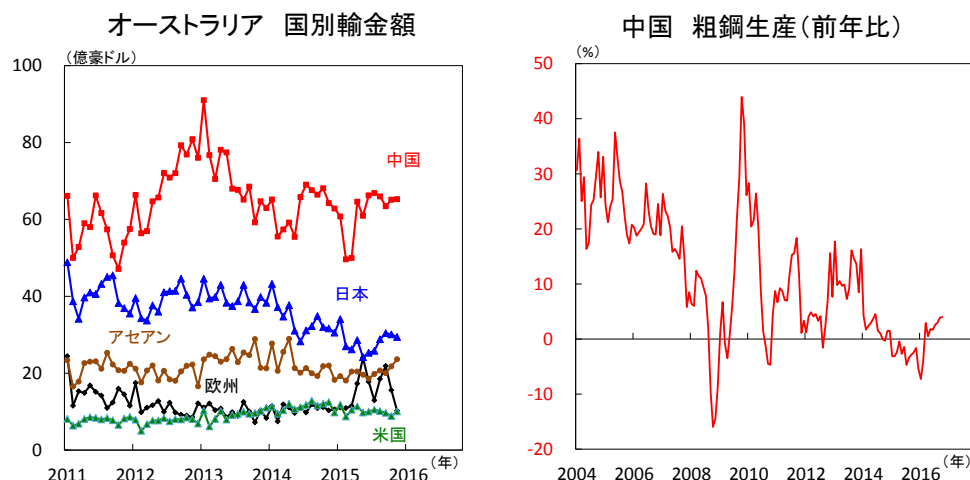
【図3】失業率が5%を下回ると賃金上昇圧力が強まる見込み



注) 直近値は左図の政府見通しは2016年12月時点、右図の直近値は2016年7-9月期。

出所) オーストラリア政府、オーストラリア統計局より当社経済調査部作成

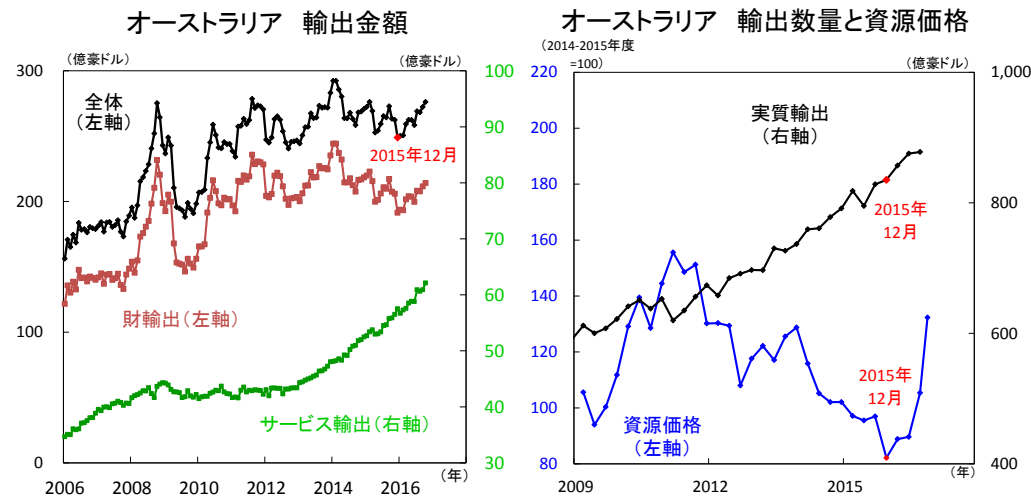
【図5】2017年は主要輸出先・中国の経済回復が焦点の一つ



注) 直近値は左右いずれも2016年10月。

出所) オーストラリア統計局、中国国家统计局より当社経済調査部作成

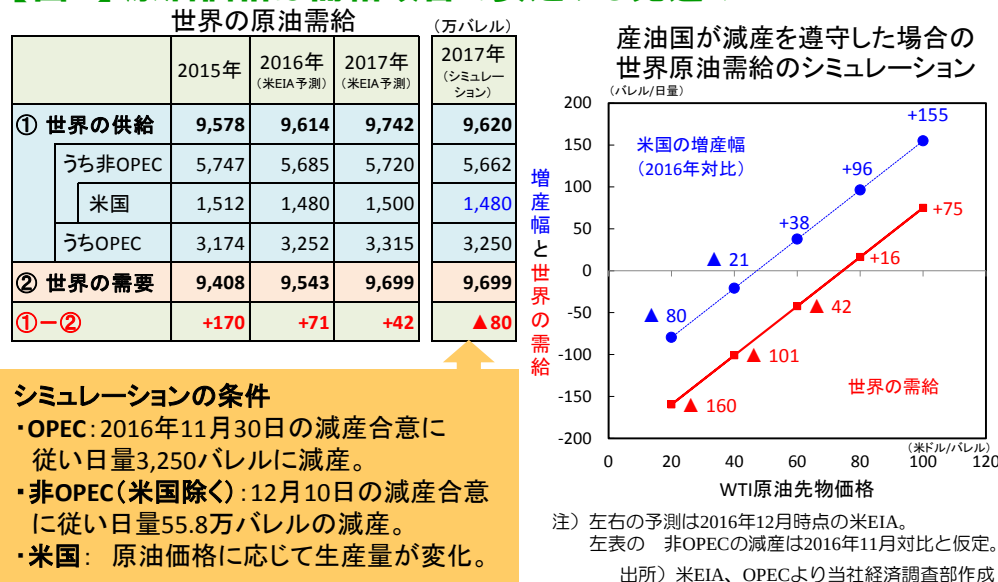
【図4】輸出の金額と数量の回復は資源国豪州に追い風



注) 直近値は左図が2016年10月、右図の輸出数量が同年7-9月期、資源価格は同年11月。
資源価格はオーストラリアドル建てで輸出品目の価格を輸出品目数で加重平均した値。

出所) オーストラリア統計局、オーストラリア中銀より当社経済調査部作成

【図6】原油価格は需給改善で安定する見込み



⑤中国：2017年は秋の共産党大会を控え、景気安定を最優先か

● 2017年の中国政府はまず景気安定を最優先か

2016年の景気は徐々に安定感を増す展開となりました。実質GDPは1-3月期より3四半期連続で前年比+6.7%を記録、通年で政府目標の+6.5~7.0%は達成可能な模様です。業況面でも幅広く明るさを取り戻しています(図1)。

主因は政府主導のインフラ投資です(図2)。当局が投資計画認可を加速、資金繰り支援(地方政府傘下のノンバンク債務を低利の地方債へ置き換え)、も行い固定資産投資を下支えました。今後民間部門への波及も期待されます。

個人消費も政策に支えられた面があります。政府は消費主導の経済成長を目指すべく、家計所得引き上げを推進してきましたが、近年は賃金の高い伸びが企業の経営圧迫や競争力低下を招いたこともあり、伸びは徐々に鈍化しています(図3)。12月、政府は小型乗用車の取得税減税(従来は価格の10%、2016年末まで5%→2017年から7.5%)の延長を決めましたが、今後も消費下支えには、こうした的を絞った小刻みな措置が必要といえそうです。

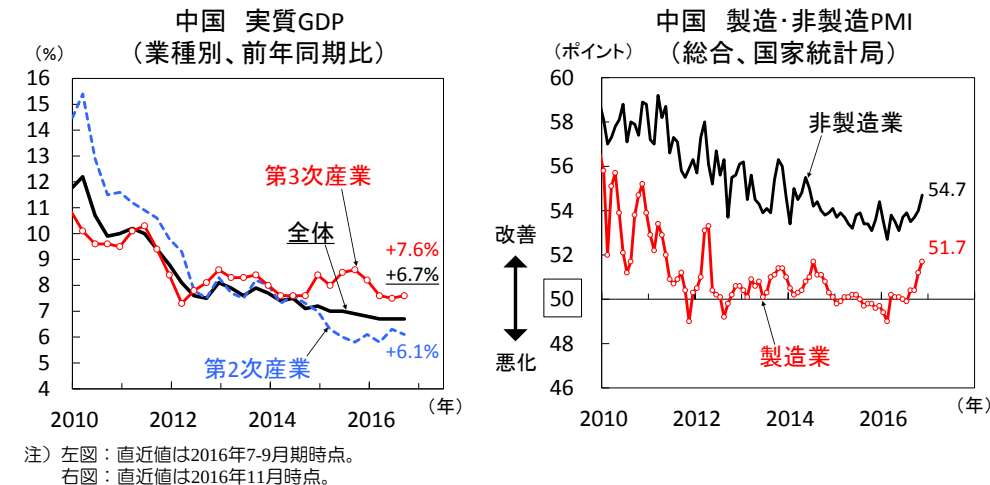
● 資本流出圧力根強いなか、当局は元安を制御できるか？

政府は景気安定を図る一方、不動産市場の調整にも留意しています。住宅価格高騰を抑えるべく、9月末以降、各地方政府が住宅購入制限などの措置を導入しました。住宅需要は減速が見込まれますが(図4)、関連消費など波及効果も大きいため、柔軟な政策調整で底堅い伸びは維持されましよう。

2017年、政府は秋の党大会に向け、過剰設備削減に目を光らせつつも景気安定を最優先すると予想します。外需に期待しづらいなか、インフラ・不動産投資を高水準に保ち、国内生産減速を最小限に抑えようと考えます(図5)。

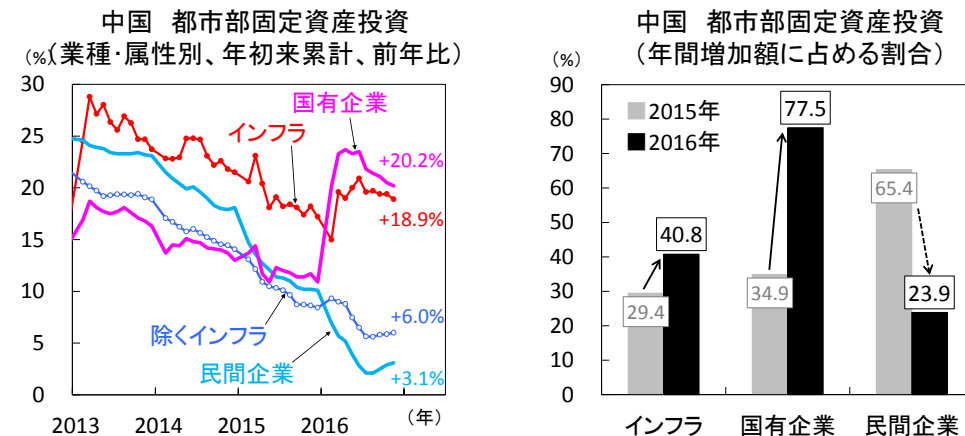
元安への対処も当局の課題です。貿易(経常)黒字下での外貨準備減少は資本流出圧力が強い様子を示唆するものです(図6)。2015年8月と2016年1月の中国ショックは、中国株安と元安が同時進行し、当局が金融市場を制御出来ないとの懸念が広がったことが契機でした。当局は国内勢による資本取引への制限・監視を強めています。厳しい環境が続きそうです。(瀧澤)

【図1】2016年の中国経済は政府目標に沿い軟着陸に成功



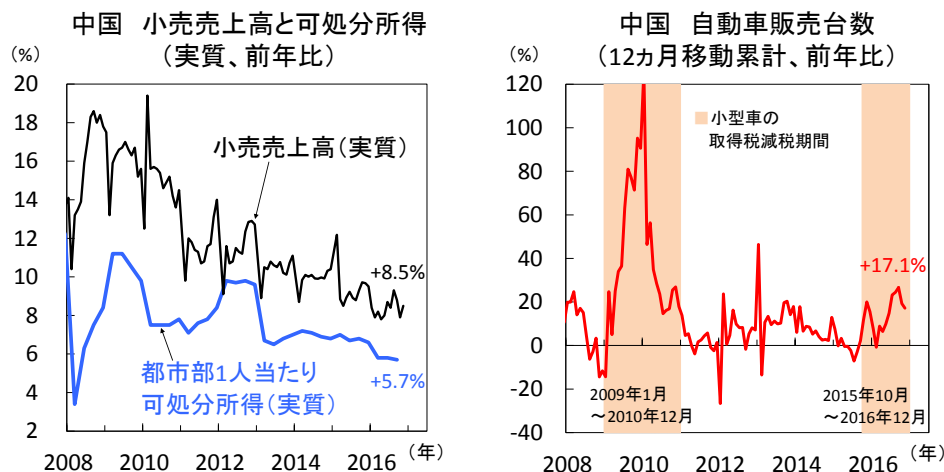
出所) 中国国家统计局より当社経済調査部作成

【図2】国主導のインフラ投資が支えた2016年の固定資産投資



出所) 中国国家统计局より当社経済調査部作成

【図3】所得の伸びは鈍化、個人消費は政策面の下支えが必要か

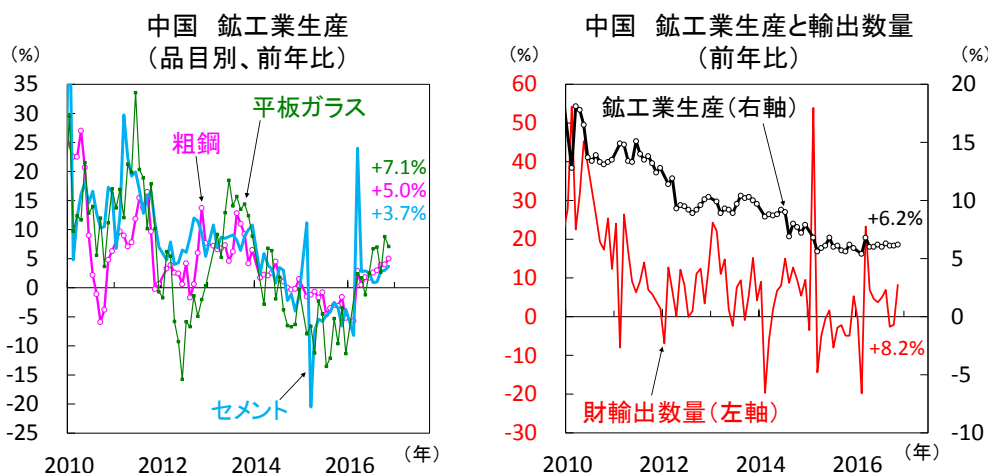


注) 左図：小売売上高は社会消費品行理額額、消費者物価で実質化。可処分所得は年初来累計ベース。直近値は小売売上高が2016年11月（月次）、可処分所得が同年7-9月期（四半期）時点。

右図：直近値は2016年11月時点。

出所) 中国国家统计局、中国汽车工业协会より当社経済調査部作成

【図5】好調なインフラ・不動産投資が素材生産回復にも波及

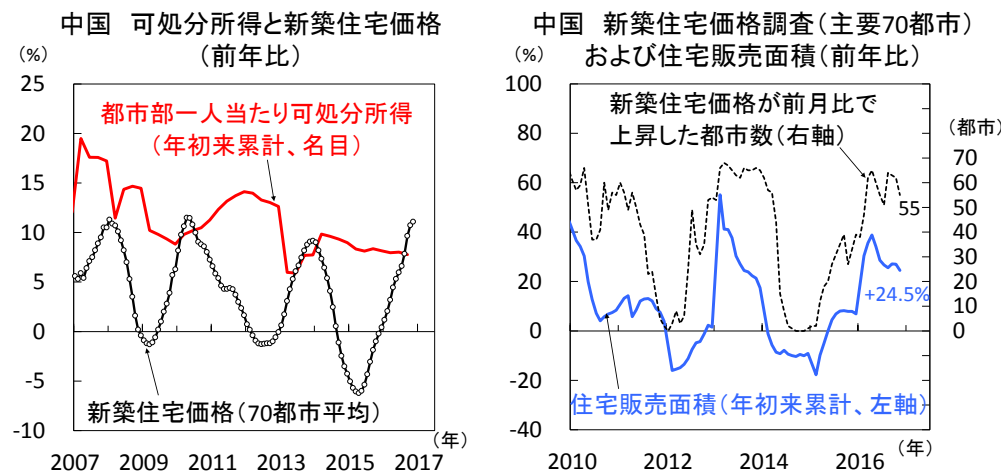


注) 左図：直近値は2016年11月時点。

右図：直近値は2016年11月時点。

出所) 中国国家统计局、中国海関総署、CEICより当社経済調査部作成

【図4】当局は住宅価格高騰を警戒、住宅市況は今後減速へ



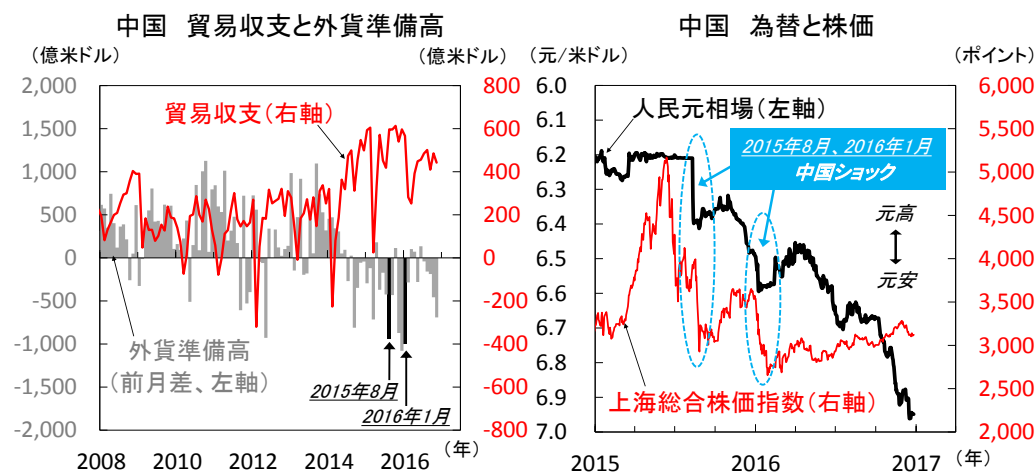
注) 左図：新築住宅価格は70都市の単純平均値。

直近値は可処分所得が2016年7-9月期（四半期）、新築住宅価格が同年11月（月次）時点。

右図：直近値は2016年11月時点。

出所) 中国国家统计局、Bloombergより当社経済調査部作成

【図6】根強い資本流出圧力、中国ショック再燃を回避できるか



注) 左図：直近値は2016年11月時点。

右図：直近値は2016年12月26日時点。

出所) 中国海関総署、中国人民銀行、Bloombergより当社経済調査部作成

⑥ブラジル: 2017年のレアル上昇には、テメル政権の財政改革進展と景気浮揚が不可欠

● 2017年は翌年の大統領選挙を控え、政治的駆け引き激化も

ブラジルレアル（以下レアル）相場は、景気悪化・政治不信の逆風下で急落した2015年から一転、2016年は対米ドル騰落率で主要通貨トップとなりました（図1）。同国の信用リスクと為替の動きが示すように、大統領交代で政治が正常化し財政改革が進むとの期待が高まったことが主因です（図2）。

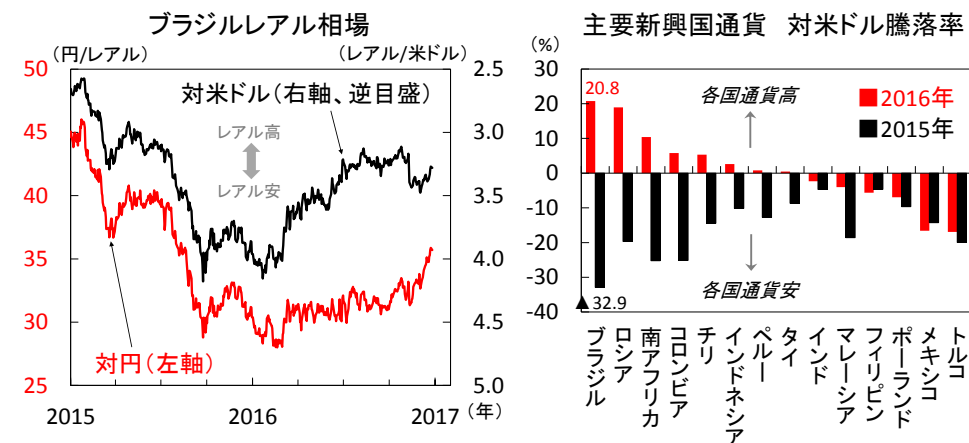
とはいえ、テメル政権も発足当初から汚職絡みで閣僚が相次ぎ辞任、大統領自身も2014年大統領選挙での不正献金疑惑が払拭されておらず、国民の高い関心の下で汚職捜査が続くなか火種を残します。また、2018年の大統領選挙（テメル氏は不出馬の意向）をにらみ、2017年2月の下院議長選挙や5月のPSDB（現与党第2党）党首選などで政治的駆け引きが激化する展開も予想されます（図3）。こうした状況下、12月に成立した歳出上限設定法と並び、財政改革の本丸である社会保障制度改革（年金受給開始年齢引き上げなど）といった国民の反発も大きい法案の審議の行方は予断を許さないと考えます。

● けん引役不在のブラジル経済、一段のレアル上昇の見込みは？

景気面で明るい材料は、中央銀行が10月から利下げに転じたことです。2015年の干ばつや公共料金引き上げの影響がはく落、レアル安に歯止めがかかり、インフレ率は2016年に大きく低下（図4）、2017年は最低賃金の伸び鈍化を考慮すれば、インフレ率低下傾向は続く見込みです。中銀は財政改革の進展具合や米国金融政策（および米ドル）動向に左右されやすいレアル相場の変動に注意を払いつつ、慎重に利下げを進めると予想されます（図5）。

ただし、景気は最悪期を過ぎたとはいえ楽観視は出来ません。2016年2月以降の資源価格底打ちは穀物・鉱物輸出面で追い風ですが、国内に目を向ければ、家計が高失業率や賃金低迷に直面、消費・投資回復の兆しは依然見られません（図6）。大統領交代を機に期待先行で改善した民間心理面も足元頭打ち感がうかがえます。2016年のレアル相場は、売られ過ぎの反動もあり反発しましたが、2017年もその勢いが続く公算は低いと考えます。（瀧澤）

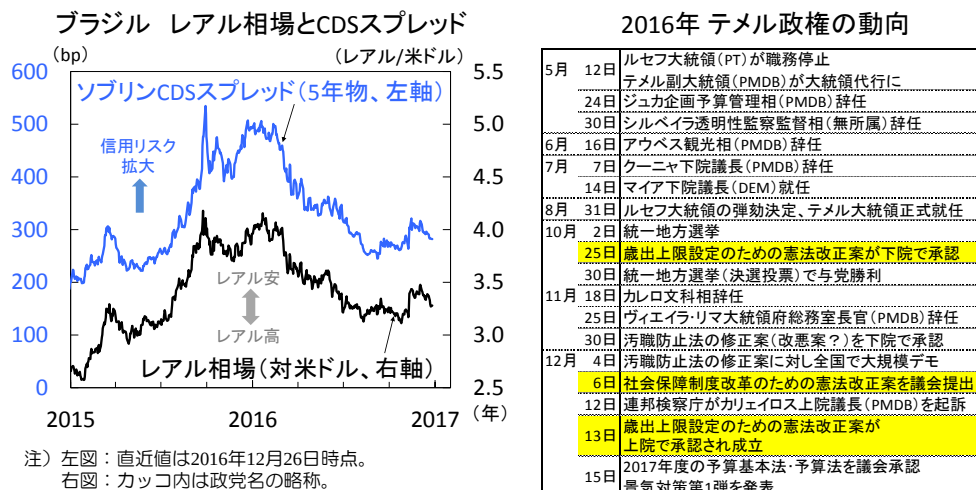
【図1】レアルは2015年の急落から一転、2016年に急反発



注) 左図: 直近値は2016年12月26日時点。
右図: 簡略化のため通貨単位は省略。2016年は12月26日時点。

出所) Bloombergより当社経済調査部作成

【図2】テメル政権による財政改革の行方がレアル相場を左右か



注) 左図: 直近値は2016年12月26日時点。
右図: カッコ内は政党名の略称。

出所) Bloomberg、各種報道より当社経済調査部作成

【図3】国民の支持率低いテメル大統領、議会運営は依然綱渡り

ブラジル上下院の政党別議席数

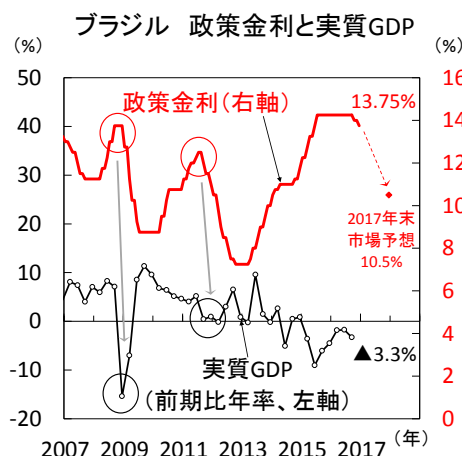
(※赤枠白抜きは前ルセフ政権時の与党)

与党		下院	上院
		370	57
ブラジル民主労働党	PMDB	67	19
ブラジル社会民主党	PSDB	48	12
進歩党	PP	48	7
共和党	PR	42	4
社会民主党	PSD	36	4
民主党	DEM	28	3
ブラジル共和党	PRB	22	1
ブラジル労働党	PTB	18	3
連帯	SD	14	
国民労働党	PTN	13	
社会人民党	PPS	8	1
キリスト教社会党	PSC	8	3
(他6党)		18	

野党		下院	上院
		142	24
労働者党	PT	58	10
ブラジル社会党	PSB	31	6
民主労働党	PDT	19	3
ブラジル共産党	PCdoB	11	1
社会秩序共和党	PROS	7	
社会自由党	PSOL	6	
緑の党	PV	6	1
持続可能ネットワーク	REDE	4	1
(他2党)			2

出所) ブラジル上院・下院HPより当社経済調査部作成

【図5】中銀は利下げを開始、レアル安発のインフレリスクも注視

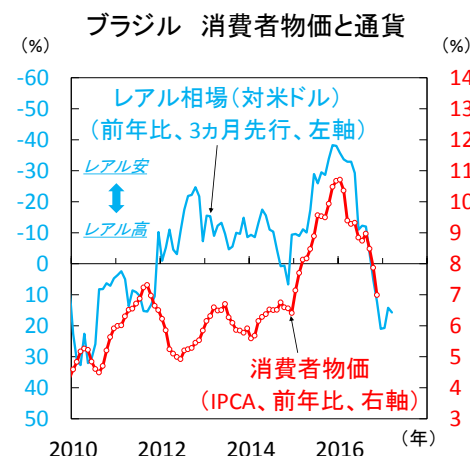


注) 左図: 政策金利はSELIC金利誘導目標。市場予想は中銀公表値(2016年12月16日時点)。

直近値は政策金利が2016年12月、実質GDPが同年7-9月期時点。

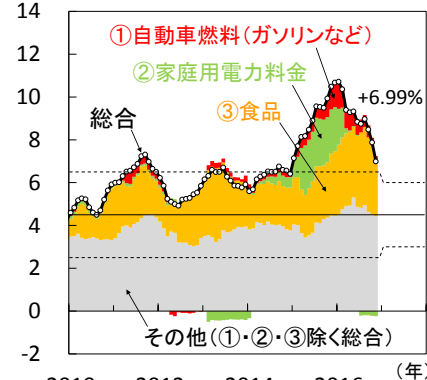
右図: 直近値はレアル相場が2016年12月、消費者物価が同年11月時点。

出所) ブラジル中銀、ブラジル地理統計院、Bloombergより当社経済調査部作成



【図4】2017年も緩やかな鈍化が期待されるインフレ率

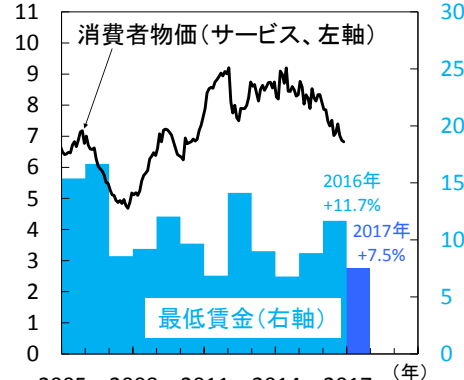
ブラジル 消費者物価
(前年比および項目別寄与度)



注) 左図: 拡大消費者物価 (IPCA) ベース。直近値は2016年11月時点。

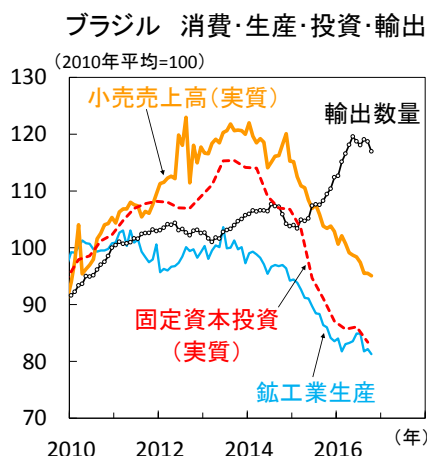
右図: 消費者物価の直近値は2016年11月時点。

ブラジル サービス物価と最低賃金
(前年比)



出所) ブラジル中銀、ブラジル地理統計院より当社経済調査部作成

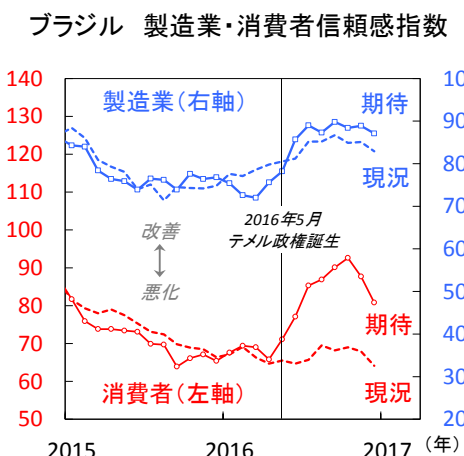
【図6】景気はけん引役不在、期待感がはく落する可能性も



注) 左図: 指数化は当社経済調査部。直近値は2016年10月(固定資本投資のみ同年7-9月期)時点。

右図: 中立水準は100。直近値は2016年12月時点。

出所) ブラジル地理統計院、ジェトゥリオ・バルガス財団 (FGV) より当社経済調査部作成



⑦為替：2017年は行き過ぎた世界経済楽観論が修正され、円安ドル高の勢いは鈍化へ

● 急速な米ドル高と米国金利上昇に死角はないのか？

2016年のドル円相場は、年明けから円高ドル安が進んだものの、年末にかけて円安ドル高に転じました。流れを変えたのが11月の米国大統領選挙です（図1）。トランプ氏の公約である巨額の財政出動が米国の景気加速とインフレを促し、FOMC（連邦公開市場委員会）の利上げ速度が増すとの見方が市場で強まりました。実際、FOMCは12月に1年ぶりの利上げを実施、2017年の利上げ見通しを、従来の+0.25%×2回から3回へ引き上げました（図2）。

問題は、急ピッチの米ドル高・金利上昇が米国景気の腰折れにつながらないかです。足元は高値更新を続ける株式市場が示唆するように、景気楽観論が支配的な印象です。ただし、2014年後半からの米ドル高で製造業が失速（図3）、FOMCが利上げを先送りせざるを得なくなった点は記憶に新しいところです。製造業は在庫調整が進むなど安定感を増していますが、米ドル指数が2016年1月の高値を超えるなか、増産基調を維持できるか注目です。

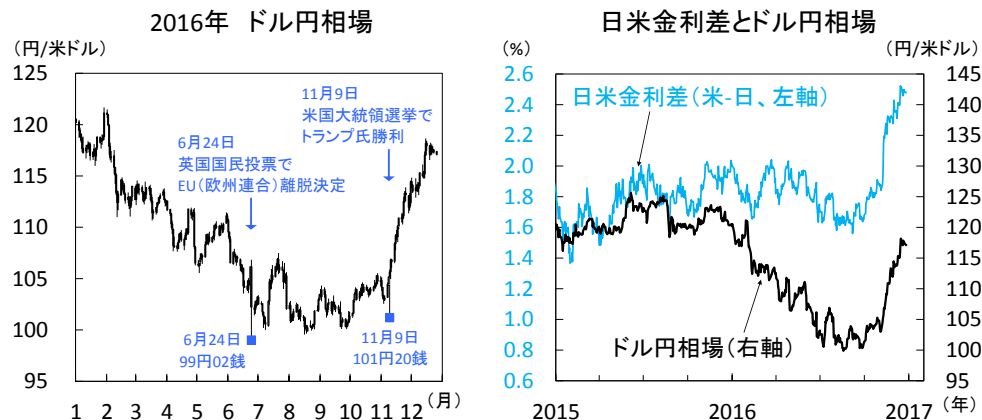
● 2017年、市場が描く世界経済楽観シナリオは実現するか？

選挙中のトランプ氏は、中国の為替操作国指定や不公正な貿易相手国への対抗措置など保護主義姿勢を強調し、製造業従事者の支持を集めてきました。2016年初、米財務省が他国の通貨安政策を批判したように、同氏も製造業に逆風となる米ドル高を看過しない姿勢を徐々に強めると予想します（図4）。

米国金利の動向も要注意です。過去、米国の利上げは米国のみならず様々な危機の引き金となりました（図5）。特に新興国は、度々危機に見舞われた1980～90年代に比べ、マクロ経済の健全化が進んだものの、かつての高成長期待が薄れ、常に資本流出圧力にさらされている印象があります（図6）。

2015年9月、直前の中国ショックで国際金融市場が激しく動揺、FOMCは既定路線であった利上げを見送った苦い記憶があります。2017年のドル円相場は、前のめり過ぎる米国主導の世界経済回復や米国利上げへの期待がはく落するに伴い、円安ドル高の勢いが弱まる展開を予想します。（瀧澤）

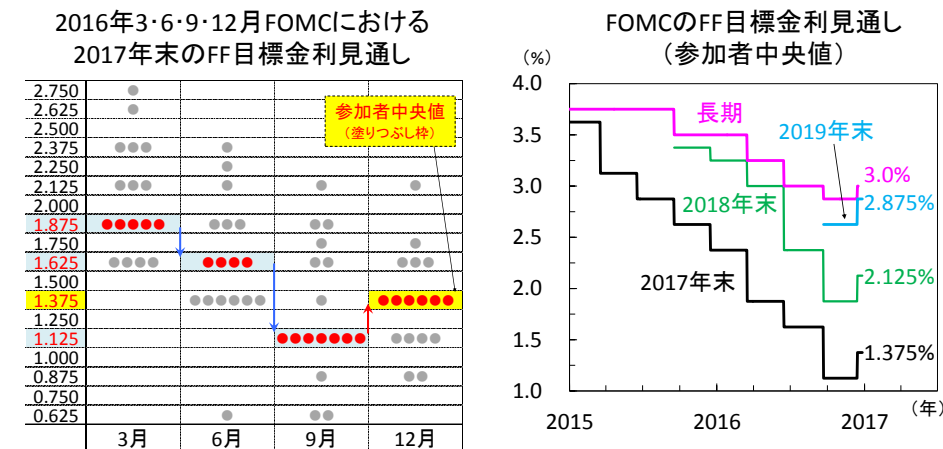
【図1】ドル円相場の流れを変えたトランプ氏の大統領選勝利



注) 左図：凡例は全て日本時間。
右図：日米金利差は10年国債ベース、直近値は2016年12月26日時点。

出所) Bloombergより当社経済調査部作成

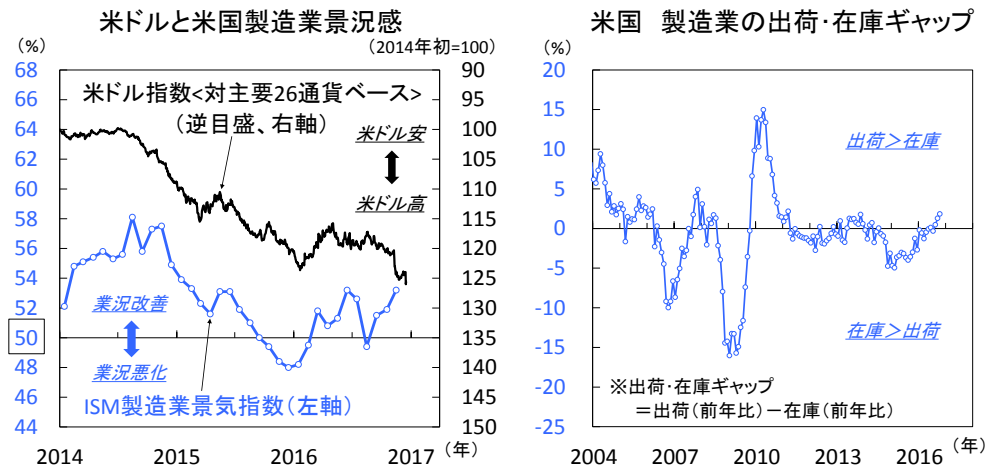
【図2】FOMCは2017年末のFF金利見通しを初めて引き上げ



注) 右図の直近値は2016年12月14日（FOMC結果公表日）時点。

出所) FRBより当社経済調査部作成

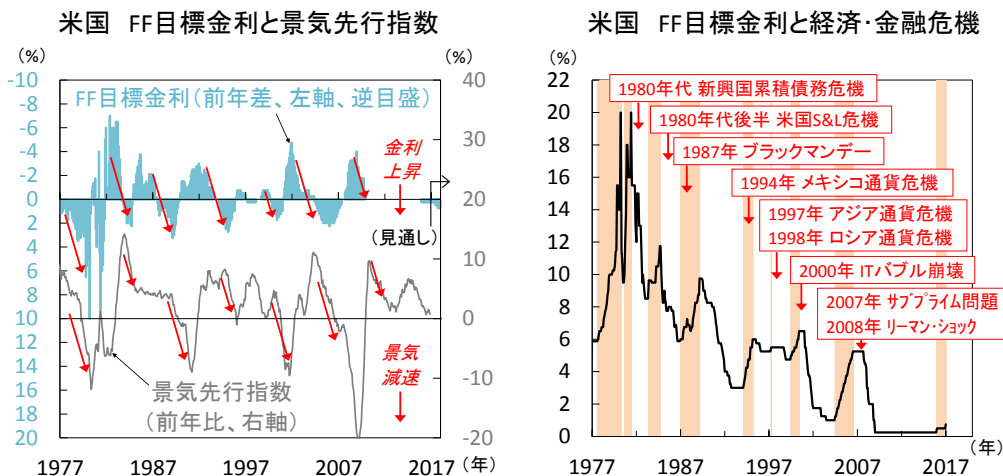
【図3】米国製造業は米ドル高への耐性を増した印象も



注) 左図: 指数化は当社経済調査部。直近値は米ドル指数が2016年12月16日(日次)、ISM製造業景気指数が同年11月(月次)時点。
右図: 直近値は2016年10月時点。

出所) FRB、米ISM、米商務省より当社経済調査部作成

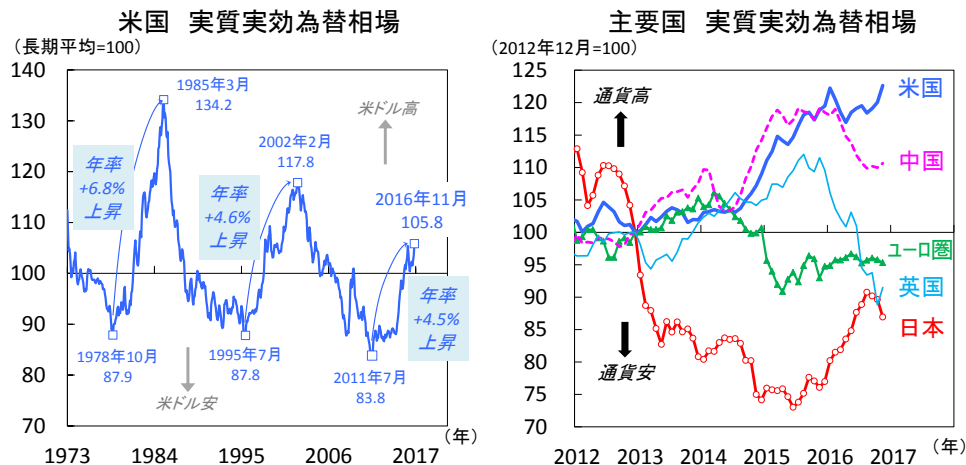
【図5】過去、米国利上げは景気鈍化や経済・金融危機の引き金に【図6】新興国は全体で経常赤字に転落、債務は近年急拡大



注) 左図: 見通しは2017年6・9・12月に0.25%利上げを実施した場合を想定。直近値は景気先行指数が2016年11月時点。
右図: 網掛けは利上げ局面(継続的な局面含む)。直近値は2016年12月時点。

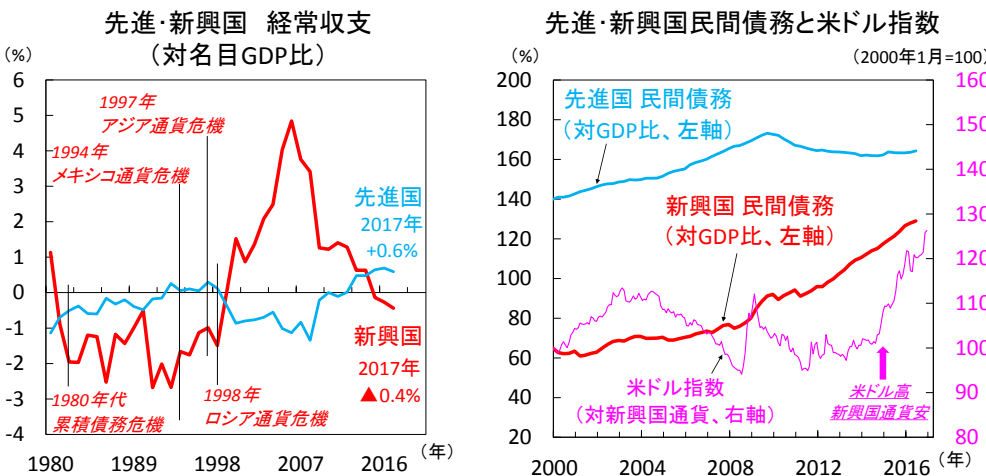
出所) FRB、カンファレンス・ボード、Bloombergより当社経済調査部作成

【図4】米国政府は米ドルの急騰かつ独歩高を許容できるか？



注) 左図: 対26通貨ベース。指数化は当社経済調査部。直近値は2016年11月時点。
右図: 対61カ国・地域ベース。指数化は当社経済調査部。直近値は2016年11月時点。

出所) FRB、BISより当社経済調査部作成



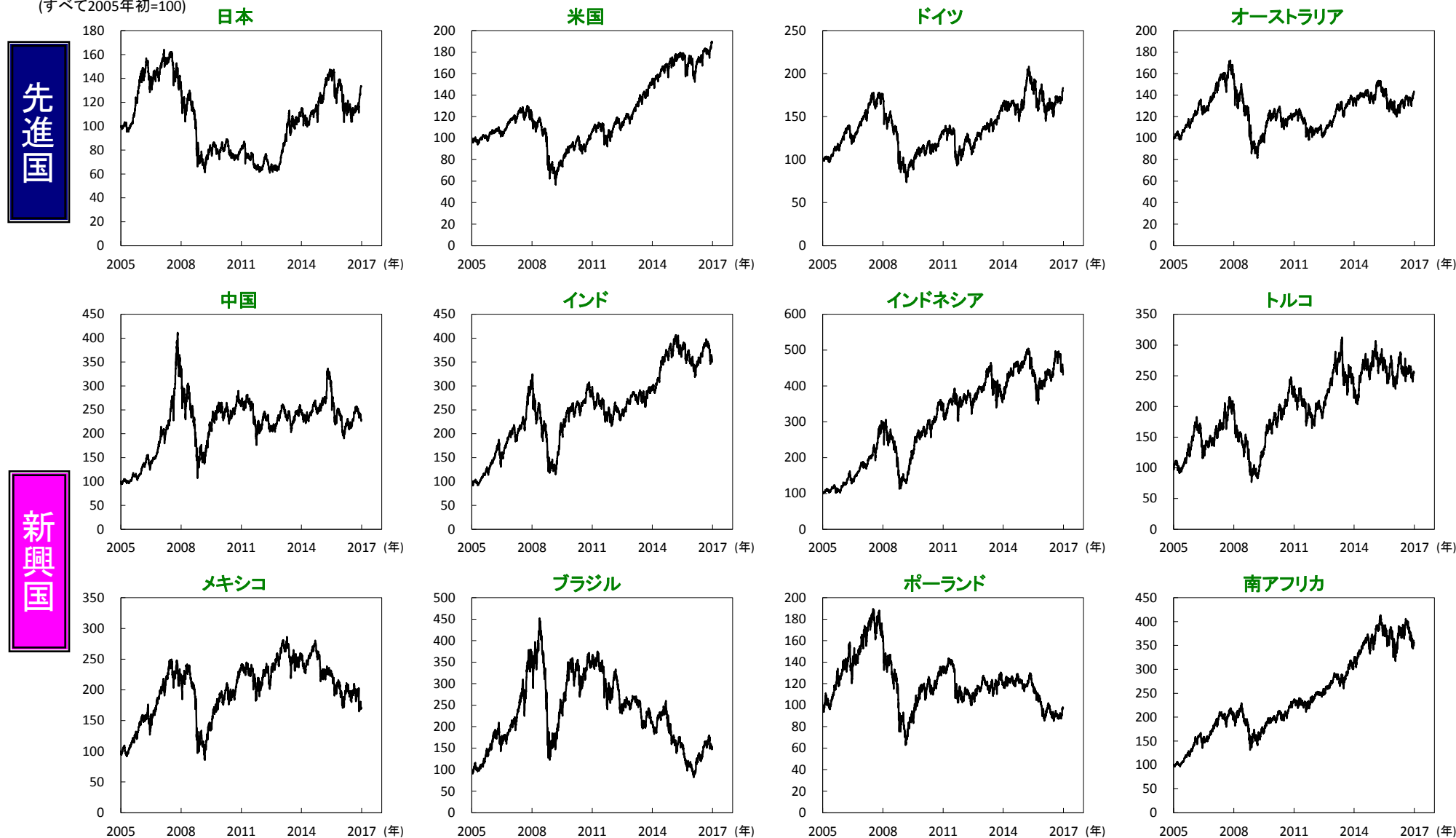
注) 左図: IMF World Economic Outlook (2016年10月)に基づく。2016-17年はIMF予測。
右図: 債務は非金融部門。指数化は当社経済調査部。直近値は民間債務が2016年6月(四半期)、米ドル指数が同年12月(月次)時点。

出所) IMF、BIS、FRBより当社経済調査部作成

Ⅱ. 国際金融市場の動向

①株式：高値更新続く先進国株式、2017年はスピード調整に注意か

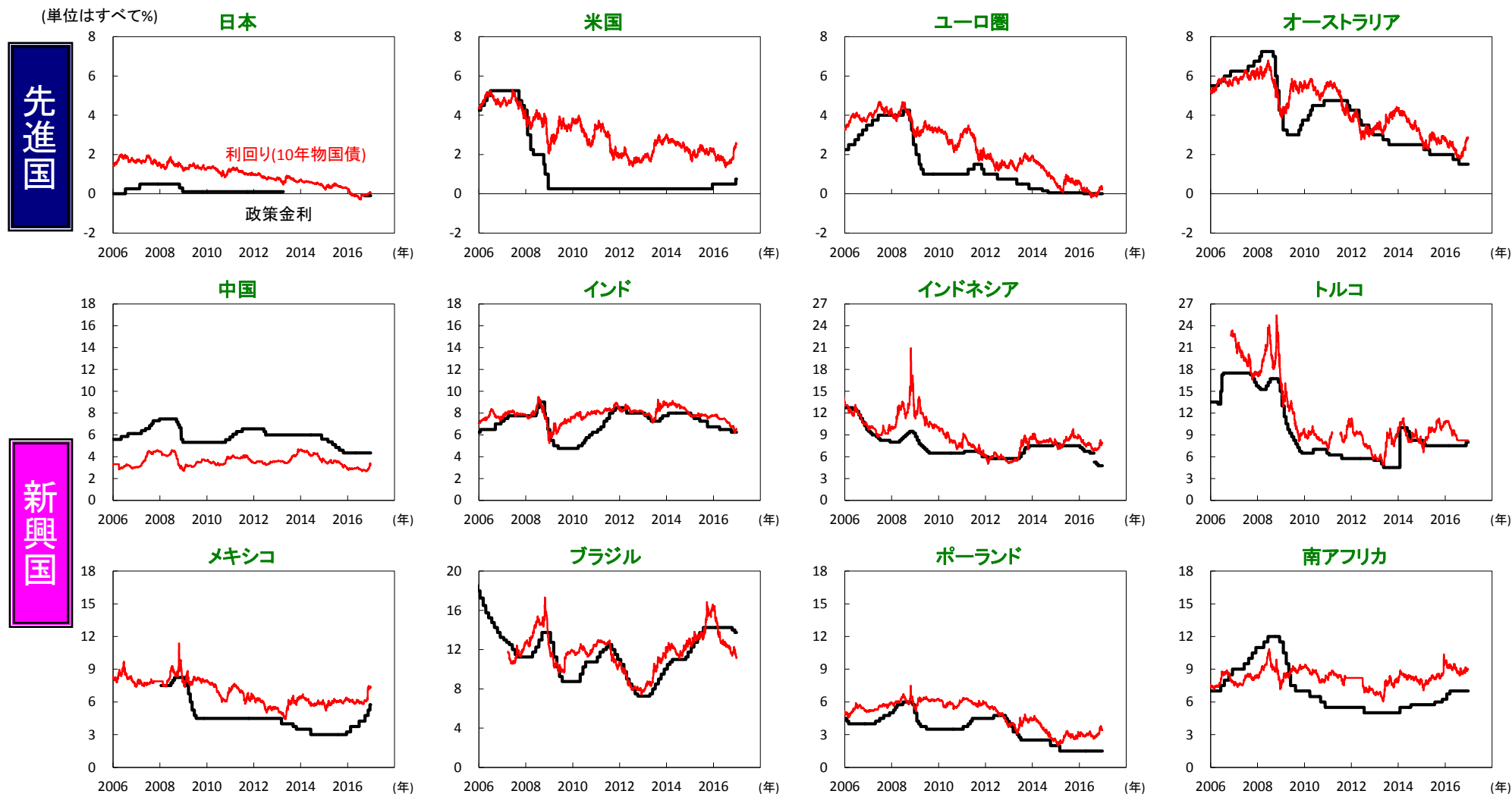
(すべて2005年初=100)



注1) 2005年初=100として当社経済調査部が指数化。直近値は2016年12月23日、注2) 先進国はMSCI WORLD、新興国はMSCI EMの国別指数に基づく（現地通貨ベース、配当後）。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査部作成

②金利：2017年は先進国の金融緩和策修正が焦点となり、金利は上昇圧力かかりやすい展開へ



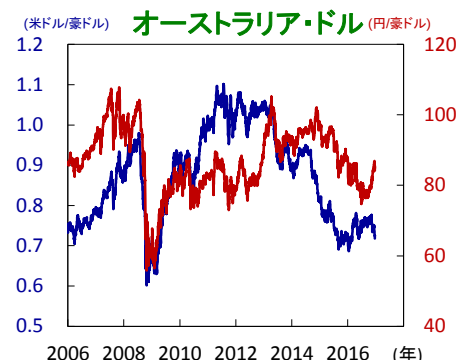
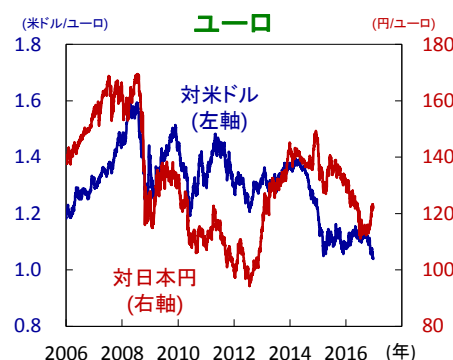
③為替：2017年の米ドルはトランプ政権の政策が明らかになるにつれ反落するリスクも

先進国

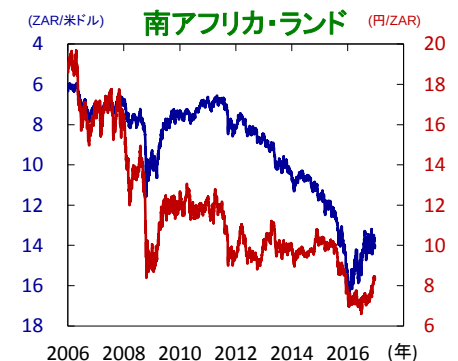
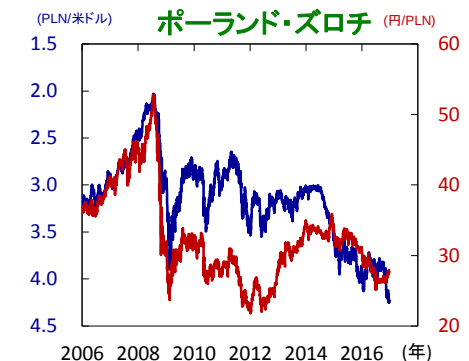
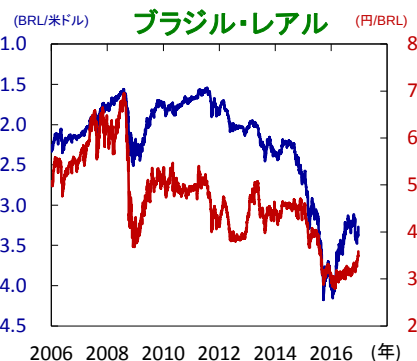
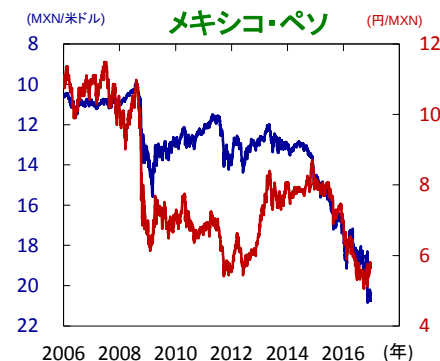
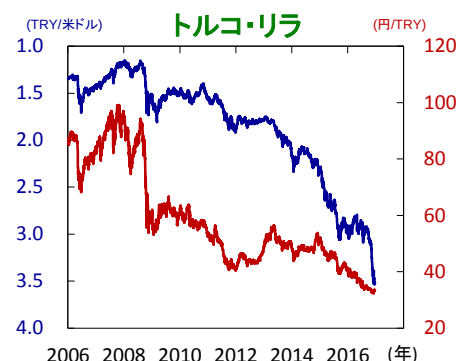
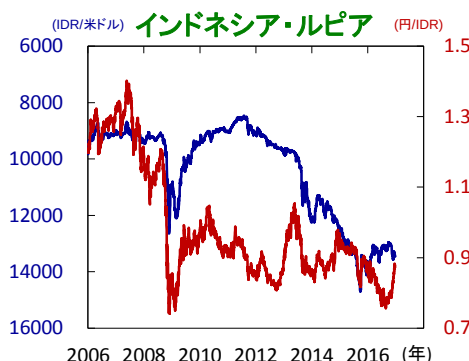
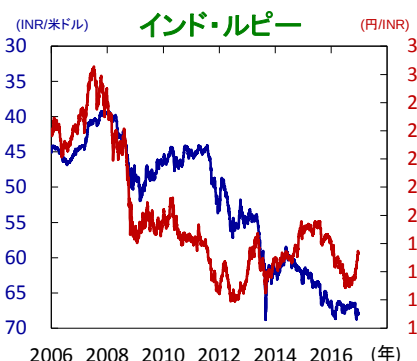
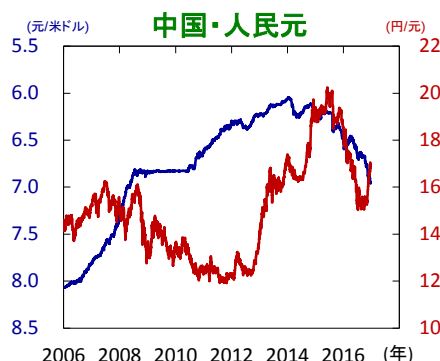
各国・地域通貨高
米ドル(日本円)安



各国・地域通貨安
米ドル(日本円)高



新興国



注) 上段右図：豪ドル＝オーストラリアドル。直近値は2016年12月23日。

出所) Bloombergより当社経済調査部作成

Ⅲ. 金融・商品市場のパフォーマンス

期間別 各資産の投資収益率(%)

基準日: 2016年12月23日

			現地通貨ベース			米ドルベース			円換算ベース								
			1ヵ月	3ヵ月	1年	1ヵ月	3ヵ月	1年	1ヵ月	3ヵ月	1年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
株式	地域別	日本	6.9	15.5	2.3				6.9	15.5	2.3	▲ 18.6	21.8	54.8	9.8	10.3	1.3
		海外先進国	3.3	4.6	10.7	3.0	2.5	8.3	7.3	18.7	5.3	▲ 9.2	30.2	48.8	20.1	▲ 0.8	6.6
		新興国	▲ 1.8	▲ 5.2	6.7	▲ 1.6	▲ 8.0	7.7	2.7	8.1	4.7	▲ 23.4	31.4	19.1	11.9	▲ 14.2	6.2
	業種別	素材(景気敏感)	2.1	8.0	24.3	1.2	3.1	21.2	5.4	19.2	18.3	▲ 24.8	24.6	25.3	9.1	▲ 14.5	19.8
		エネルギー	6.0	14.6	28.2	5.6	12.2	24.5	9.9	28.3	21.6	▲ 4.5	15.3	40.2	2.7	▲ 21.8	25.6
		IT(情報技術)	2.3	3.7	12.7	2.0	2.3	12.5	6.3	18.4	9.5	▲ 7.4	26.6	50.7	30.4	5.6	10.9
		ヘルスケア	2.0	▲ 4.4	▲ 4.9	1.6	▲ 6.7	▲ 6.3	5.9	9.4	▲ 9.3	5.0	31.2	58.5	32.4	7.5	▲ 8.6
国債		日本	▲ 0.3	▲ 1.4	3.3				▲ 0.3	▲ 1.4	3.3	2.2	1.8	2.1	4.5	1.2	3.3
		海外先進国	0.1	▲ 3.9	2.4	▲ 0.3	▲ 6.9	▲ 0.9	4.0	9.2	▲ 3.9	1.2	19.8	21.7	17.1	▲ 3.4	▲ 3.2
		新興国(現地通貨建て)	▲ 0.2	▲ 0.6	8.3	0.6	▲ 4.5	5.9	4.9	11.7	3.0	▲ 5.2	24.1	15.0	13.9	▲ 9.0	3.8
		新興国(米ドル建て)				0.9	▲ 4.4	9.9	5.2	11.7	6.9	2.2	30.2	16.1	21.2	1.6	7.4
	ヘッジ有	海外先進国							0.0	▲ 4.3	1.2	6.8	4.9	▲ 1.5	9.4	0.6	1.2
		新興国(米ドル建て)							0.8	▲ 5.3	7.7	6.9	17.2	▲ 5.7	7.0	0.8	7.5
社債		世界				▲ 0.0	▲ 5.0	3.4	4.2	11.1	0.4	▲ 0.7	23.9	21.5	16.9	▲ 3.4	1.0
		ハイイールド				1.7	0.3	14.6	6.0	16.5	11.6	▲ 2.6	32.1	29.4	13.6	▲ 3.8	11.9
		新興国				0.2	▲ 3.0	6.0	4.4	13.2	3.0	0.5	26.0	19.5	19.3	0.2	3.6
		(米ドル建て)				1.4	0.6	17.6	5.6	16.8	14.6	▲ 8.7	33.9	21.9	12.9	3.8	14.9
その他 債券	転換社債	先進国	1.3	2.4	8.7	0.8	▲ 0.3	7.8	5.1	15.9	4.9	▲ 10.4	25.1	38.6	17.5	1.6	5.3
		新興国	▲ 1.1	▲ 3.6	▲ 1.7	▲ 1.4	▲ 5.7	▲ 3.5	2.9	10.5	▲ 6.5	▲ 17.0	28.6	33.9	15.5	4.3	▲ 6.1
	物価連動 国債	先進国				▲ 0.4	▲ 6.4	2.2	3.9	9.8	▲ 0.8	5.5	19.7	16.6	17.8	▲ 4.3	0.0
		新興国				4.0	▲ 3.0	21.6	8.2	13.2	18.6	▲ 8.1	30.6	6.3	15.6	▲ 18.8	19.3
その他	リート	先進国				3.1	▲ 8.0	5.0	7.4	8.2	2.0	▲ 3.4	36.3	24.6	37.1	1.6	2.2
		新興国				1.0	▲ 9.6	2.3	5.3	6.5	▲ 0.7	▲ 13.1	49.5	9.4	22.8	▲ 17.2	1.1
	商品					1.1	2.4	10.8	5.4	18.6	7.9	▲ 18.5	11.7	11.9	▲ 3.3	▲ 24.3	7.8

注) 株式は、日本、海外先進国、業種別がMSCI WORLDにおける当該地域・業種別の各指数、新興国がMSCI EM、債券は、国債(日本、海外先進国、海外先進国ヘッジ有り)、社債(世界)、転換社債がBofA メリルリンチ債券インデックスにおける当該市場の各指数、国債(新興国《現地通貨建て》)はJ.P. Morgan GBI - EM Broad、国債(新興国《米ドル建て》、新興国《米ドル建て》ヘッジ有)はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified、社債(新興国《米ドル建て、投資適格》)はJ.P. Morgan CEMBI High Grade、社債(新興国《米ドル建て、ハイイールド》)はJ.P. Morgan CEMBI High Yield、物価連動国債(先進国)がパークレイズ世界物価連動国債インデックス、物価連動債(新興国)がパークレイズ新興市場物価連動国債インデックス、リート(先進国)はS&P先進国REIT指数、リート(新興国)はS&P新興国REIT指数、商品はブルームバーグ商品指数に基づく。

2016年は2015年末から基準日までの数字。
上記分析は作成時点のものであり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。

出所) J.P. Morgan、Bloomberg、S&P、MSCI、パークレイズ、BofA メリルリンチより当社経済調査部作成

IV. 2017年1月の主要な政治・経済日程

月	火	水	木	金	発表日未定経済指標など
1/1 (中) 12月 製造業PMI(国家統計局)	3	4	5 (日) 12月 新車登録台数	6 (日) 11月 毎月勤労統計	
2 (中) 12月 製造業PMI(マークイット)	(米) 11月 建設支出 (米) 12月 ISM(米供給管理協会) 製造業景気指数	(米) FOMC議事録 (12月13日～14日開催分)	(米) 12月 ADP雇用統計 (米) 12月 ISM(米供給管理協会) 非製造業景気指数 (米) 12月 新車販売台数 (他) ブラジル 11月 鉱工業生産	(米) 11月 貿易収支 (米) 11月 製造業新規受注 (米) 12月 雇用統計	
9 (米) 11月 消費者信用残高 (独) 11月 鉱工業生産 (豪) 11月 住宅建設許可件数	10 (日) 12月 消費者態度指数 (米) 11月 卸売売上高 (仏) 11月 鉱工業生産 (豪) 11月 小売売上高 (他) ブラジル 11月 小売売上高	11 (日) 11月 景気動向指数 (英) 11月 鉱工業生産 (他) ブラジル 12月 消費者物価(IPCA)	12 (日) 11月 経常収支 (日) 12月 銀行貸出 (日) 12月 景気ウォッチャー (米) 12月 輸出入物価指数 (欧) 11月 鉱工業生産 (伊) 11月 鉱工業生産	13 (日) 12月 マネーストック (米) 11月 企業売上高・在庫 (米) 12月 生産者物価 (米) 12月 小売売上高 (米) 12月 月次財政収支 (米) 1月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(速報)	
16 (日) 11月 第3次産業活動指数 (日) 11月 機械受注統計 (日) 12月 企業物価指数	17 (日) 11月 製造工業 稼働率指数 (米) 1月 ニューヨーク連銀景気指数 (独) 1月 ZEW景況感指数 (英) 12月 消費者物価指数 (英) 12月 生産者物価指数	18 (米) 12月 鉱工業生産 (米) 12 消費者物価 (米) 1月 全米住宅建築業協会 (NAHB)住宅市場指数 (豪) 1月 消費者信頼感指数	19 (米) 12月 住宅着工・許可件数 (米) 1月 フィアテルフィア連銀景気指数 (欧) 欧州中央銀行(ECB)理事会 (豪) 12月 雇用統計	20	
23	24 (米) 12月 中古住宅販売件数	25 (日) 12月 貿易統計 (独) 1月 ifo景況感指数	26 (日) 12月 企業向けサービス価格 (米) 12月 新築住宅販売件数 (独) 2月 GfK消費者信頼感指数 (英) 10-12月期 実質GDP(1次速報)	27 (日) 12月 消費者物価指数(総務省) 12月 消費者物価指数(日銀) (米) 10-12月期 実質GDP(1次速報) (米) 12月 耐久財新規受注 (米) 1月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(確報)	
30 (日) 日銀金融政策決定会合(～31日) (日) 12月 商業販売統計 (米) 12月 個人所得・消費 (米) 12月 中古住宅販売仮契約指数 (欧) 10-12月期 実質GDP(1次速報) (欧) 1月 製造業PMI(速報) (仏) 10-12月期 実質GDP(1次速報) (米) 連邦公開市場委員会(FOMC) (～2月1日)	31 (日) 黒田日銀総裁定例記者会見 (日) 経済・物価情勢の展望 (基本的見解) (日) 12月 鉱工業生産 (日) 12月 家計調査 (日) 12月 労働関連統計 (米) 11月 S&P/ケース・シャー 住宅価格指数 (米) 1月 シカゴ購買部協会景気指数	2/1 (日) 1月 新車登録台数 (米) 12月 建設支出 (米) 1月 ISM(米供給管理協会) 製造業景気指数 (米) 1月 ADP雇用統計 (他) ブラジル 12月 鉱工業生産 (他) ブラジル 12月 失業率 (米) 1月 消費者信頼感指数	2 (日) 1月 消費者態度指数 (豪) 12月 住宅建設許可件数	3 (米) 12月 製造業新規受注 (米) 1月 ISM(米供給管理協会) 非製造業景気指数 (米) 1月 雇用統計	

注) (日)は日本、(米)は米国、(欧)はユーロ圏、(英)は英国、(独)はドイツ、(仏)はフランス、(伊)はイタリア、(豪)はオーストラリア、(中)は中国、を指します。

日程は変更になる可能性があります。

出所) Bloomberg等より当社経済調査部作成

V. 2017年 世界の主要な政治・経済日程

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
金融政策	米国	・FOMC (連邦公開市場委員会) (31日・2月1日)		・FOMC(14・15日) ・経済見通し発表 ・イエレンFRB議長 記者会見(15日)		・FOMC(2・3日)	・FOMC(13・14日) ・経済見通し発表 ・イエレンFRB議長 記者会見(14日)	・FOMC(25・26日)		・FOMC(19・20日) ・経済見通し発表 ・イエレンFRB議長 記者会見(20日)	・FOMC(31・11月1日)		・FOMC(12・13日) ・経済見通し発表 ・イエレンFRB議長 記者会見(13日)
	欧州	・ECB(欧州中銀)理事会 (19日)	・BOE(英中銀)MPC(金融 政策委員会)(14-15日) BOE Inflation Report (物価報告書) ・スウェーデン中銀 金融政策会合(14-15日)	・ECB理事会(9日) ・BOE MPC(16日)	・ECB理事会(27日) ・スウェーデン中銀 金融政策会合(26-27日)	・BOE MPC(11日) BOE Inflation Report	・ECB理事会(8日) ・BOE MPC(15日)	・ECB理事会(20日) ・スウェーデン中銀 金融政策会合(3-4日)	・BOE MPC(3日) BOE Inflation Report	・ECB理事会(7日) ・BOE MPC(14日)	・ECB理事会(26日)	・BOE MPC(2日) BOE Inflation Report	・ECB理事会(14日) ・BOE MPC(14日)
	日本	・金融政策決定会合 (展望レポートの公表あり) (30-31日)		・金融政策決定会合 (15・16日)	・金融政策決定会合 (展望レポートの公表あり) (26-27日)		・金融政策決定会合 (15-16日)	・金融政策決定会合 (展望レポートの公表あり) (19-20日) ・日銀佐藤審議委員、 木内審議委員 任期満了(23日)		・金融政策決定会合 (20-21日)	・金融政策決定会合 (展望レポートの公表あり) (30-31日)		・金融政策決定会合 (20-21日)
	オーストラリア		・金融政策決定会合 (7日)	・金融政策決定会合 (7日)	・金融政策決定会合 (4日)	・金融政策決定会合 (2日)	・金融政策決定会合 (6日)	・金融政策決定会合 (4日)	・金融政策決定会合 (1日)	・金融政策決定会合 (5日)	・金融政策決定会合 (3日)	・金融政策決定会合 (7日)	・金融政策決定会合 (5日)
	ブラジル	・COPOM (金融政策委員会) (10・11日)	・COPOM(21・22日)		・COPOM(11・12日)	・COPOM(30・31日)		・COPOM(25・26日)		・COPOM(5・6日)	・COPOM(24・25日)		・COPOM(5・6日)
政治・経済など	世界	・世界経済フォーラム 年次会合(17-20日) ・IMF(国際通貨基金) 世界経済見通し公表 (未定)	・G20(20カ国・地域) 外相会合(16-17日)	・G20 財務相・中銀総裁会議 (17-18日)	・IMF・世界銀行 春季総会(21-23日) ・IMF(国際通貨基金) 世界経済見通し公表 (未定)	・OPEC (石油輸出国機構)総会 (25日) ・G7首脳会議(26-27日)	・G20首脳会議(7-8日) ・IMF(国際通貨基金) 世界経済見通し公表 (未定)	・世界経済フォーラム サマダボス会議 (11-13日) ・国連総会(12-25日)		・IMF・世界銀行 年次総会(13-15日) ・IMF(国際通貨基金) 世界経済見通し公表 (未定)	・国連気候変動 枠組条約 第23回締約国会議 (COP23)(未定)		
	米国	・上・下院開会(3日) ・次期大統領 ・副大統領就任式(20日)	・予算教書提出(6日まで) ・施政方針演説(月中) ・経済教書公表(月中)	・連邦債務法定上限 引上期限(15日)	・財務省 半期為替報告書発表 (月中)					・財務省 半期為替報告書発表 (月中)			
	欧州	・仏社会党大統領候補 予備選(22-29日) ・伊最高裁: 労働改革法 の合憲判断(未定)		・オランダ総選挙(15日)	・フランス大統領選(23日)	・フランス大統領選 (決選投票、7日)	・フランス下院選 (11、18日)			・ドイツ総選挙 (9月～12月)			
	英国	・英最高裁 国民投票の 立法措置要否判断		・リスボン条約第50条宣言 するとして期限(31日)									
	日本	・通常国会召集(20日) ・日米首脳会談(下旬) ・2016年度 第3次補正予算案 の成立(月中) ・改正「育児・介護休業法」 施行(1日)	・2017年度予算案 の審議入り ・春闘(2-3月)	・自民党大会(5日) ・働き方改革実現会議が 実行計画とりまとめ ・天皇陛下の生前退位 を巡り、有識者が 論点取りまとめ	・ガス自由化(1日)	・衆議院選挙区画定審議 会(ゼロ増6減)を勧告	・通常国会会期末(中旬) ・東京都議会選挙 ・成長戦略 (日本再興戦略)、 骨太方針を閣議決定 (下旬)		・第45回 東京モーターショー (27日～11月5日)		・2018年度税制改正大綱、 2018年度政府予算案 (月中)		
	新興国 など	・中国旧正月休暇 (27日・2月2日)	・エクアドル大統領選挙 (第1回投票、19日)	・中国全人代開幕 (月中、会期約1週間) ・香港行政長官選挙	・エクアドル大統領選挙 (決選投票、2日)	・イラン大統領選挙(19日) ・OPEC定例総会(25日) ・イスラム教団、ラマダン (断食月、27日-6月25日) ・プーチン露大統領訪中	・メキシコ統一地方選挙 (4日) ・米中戦略・経済対話 ・モンゴル大統領選挙	・インド大統領選挙 (未定)	・ASEAN首脳会議 (フィリピン)	・BRICS首脳会議 (未定)	・中国国慶節休暇(1-7日) ・アルゼンチン 国会議員選挙(未定)	・チリ大統領・ 上下院議員選挙 (19日) ・APEC首脳会議 (ベトナム) ・中国共産党全国大会 ・中国一中全会	・ニュージーランド総選挙 (18日) ・OPEC総会 ・中国 中央経済工作会議

注) 一部未定のものに関しては日付を省略。日程は変更になる可能性があります。

出所) 各種資料より当社経済調査部作成

留意事項

◎投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としているため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。したがって、投資者のみならず投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。運用により信託財産に生じた損益はすべて投資者のみならずに帰属します。

投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をよくご覧ください。

◎投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

■購入時（ファンドによっては換金時）に直接ご負担いただく費用

・購入時（換金時）手数料 ... 上限3.24%（税込）

※一部のファンドについては、

購入時（換金時）手数料額（上限37,800円（税込））を定めているものがあります。

■購入時・換金時に直接ご負担いただく費用

・信託財産留保額 ... ファンドにより変動するものがあるため、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

・運用管理費用（信託報酬） ... 上限年3.348%（税込）

※一部のファンドについては、運用実績に応じて成功報酬をご負担いただく場合があります。

■その他の費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等でご確認ください。

※その他の費用・手数料については、運用状況等により変動するものであり、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

お客さまにご負担いただく費用の合計額もしくはその上限額またはこれらの計算方法は、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三菱UFJ国際投信が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をご覧ください。

各資産のリスク

◎株式の投資に係る価格変動リスク：株式への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動するため、株式の価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

◎公社債の投資に係る価格変動リスク：公社債への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、公社債の価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

◎REIT（不動産投資信託証券、以下REIT）の投資に係る価格変動リスク：REITへの投資には価格変動リスクを伴います。一般にREITの価格は保有不動産等の価値やそこから得られる収益の増減等により変動するため、REITの価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

◎オルタナティブ（代替投資手段、以下オルタナティブ）の投資に係る価格変動リスク：オルタナティブへの投資には価格変動リスクを伴います。オルタナティブは各種有価証券、商品、ならびに関連する派生商品（デリバティブ）等に投資するため、各種有価証券、商品、ならびに関連する派生商品（デリバティブ）の価格の変動により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

◎信用リスク：信用リスクとは、有価証券等の発行者や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想された場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等に、当該有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなる、または利払いや償還金の支払いが滞る等の債務が不履行となること等をいいます。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

◎流動性リスク：有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下での取引を行えない場合または取引が不可能となる場合、市場実勢から期待される価格より不利な価格での取引となる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

国内株式・国内債券への投資は上記のリスクを伴います。海外株式・海外債券への投資は上記リスクに加えて以下の為替変動リスクを伴います。

◎為替変動リスク：海外の株式や公社債、REIT、オルタナティブ資産は外貨建資産ですので、為替変動の影響を受けます。そのため、為替相場が円高方向に進んだ場合には、投資元本を割り込むことがあります。新興国への投資は上記リスクに加えて以下のカントリーリスクを伴います。

◎カントリーリスク：新興国への投資は、先進国への投資を行う場合に比べ、投資対象国におけるクーデターや重大な政治体制の変更、資産凍結を含む重大な規制の導入、政府のデフォルト等の発生による影響を受けることにより、市場・信用・流動性の各リスクが大きくなる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込む可能性が高まる場合があります。

本資料に関してご留意頂きたい事項

■本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

■投資信託は、預金や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。

■投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。

■本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2016年12月27日）

■本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。

■各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況であり、また、見逃さない分析は作成時点での見解を示したものです。したがって、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また税金・手数料等は考慮していません。

■本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信経済調査部の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

■投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。ご自身でご判断ください。

■クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。

本資料中で使用している指数について

「日経平均株価」に関する著作権、知的所有権、その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。

MSCI WORLD、MSCI EM、MSCI Japan、MSCI USA、MSCI EMU（出所：MSCI）：ここに掲載される全ての情報は、信頼の置ける情報源から得たものでありますが、その確実性及び完結性をMSCIは何ら保証するものではありません。またその著作権はMSCIに帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他あらゆる形態を用い、またはあらゆる情報保存、検索システムを用いて出版物、資料、データ等の全部または一部を複製・頒布・使用等することは禁じられています。

BofA メリルリンチの指数に関する知的所有権、その他一切の権利はBofA メリルリンチに帰属します。

J.P. Morgan EMBI Global Diversified、J.P. Morgan GBI-EM Broad、J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified：情報は、信頼性があると信じられる情報源から取得したものです。J.P. Morganはその完全性・正確性を保証するものではありません。本指数は許諾を受けて使用しています。J.P. Morganからの書面による事前承認なしに本指数を複製・使用・頒布することは認められていません。Copyright 2016, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.

パークレイズ・インデックスは、パークレイズ・バンク・ビーエルシーおよび関連会社（パークレイズ）が開発、算出、公表をおこなうインデックスであり、当該インデックスに関する知的財産権およびその他の一切の権利はパークレイズに帰属します。

ブルームバーク商品指数（Bloomberg Commodity IndexSM）およびブルームバーク（Bloomberg®）は、ブルームバーク・ファイナンス・エル・ピー（Bloomberg Finance L.P.）およびその関係会社（以下「ブルームバーク」と総称します。）のサービスマークであり、三菱UFJ国際投信による一定の目的での利用のためにライセンスされています。ブルームバーク商品指数（Bloomberg Commodity IndexSM）は、ブルームバークとUBSセキュリティーズ・エル・エル・シー（UBS Securities LLC）の間の契約に従ってブルームバークが算出し、配信し、販売するものです。ブルームバーク、ならびにUBSセキュリティーズ・エル・エル・シーおよびその関係会社（以下「UBS」と総称します。）のいずれも、三菱UFJ国際投信の関係会社ではなく、ブルームバークおよびUBSは、当ファンドを承認し、是認し、レビューまたは推奨するものではありません。ブルームバークおよびUBSのいずれも、ブルームバーク商品指数（Bloomberg Commodity IndexSM）に関連するいかなるデータまたは情報の適時性、正確性または完全性も保証するものではありません。

S&P先進国REIT指数の所有権及びその他の権利は、スタンダード＆プアーズ フィナンシャル サービスズ エル エル シーが有しています。三菱UFJ国際投信株式会社は、スタンダード＆プアーズ フィナンシャル サービスズ エル エル シーとの間で同指数の算出・管理に関する契約を締結しています。スタンダード＆プアーズ フィナンシャル サービスズ エル エル シーは、同指数の算出にかかる誤謬等に関し、いかなる者に対しても責任を負うものではありません。

S&P新興国REIT指数の所有権及びその他の権利は、スタンダード＆プアーズ フィナンシャル サービスズ エル エル シーが有しています。三菱UFJ国際投信株式会社は、スタンダード＆プアーズ フィナンシャル サービスズ エル エル シーとの間で同指数の算出・管理に関する契約を締結しています。スタンダード＆プアーズ フィナンシャル サービスズ エル エル シーは、同指数の算出にかかる誤謬等に関し、いかなる者に対しても責任を負うものではありません。

Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会