

|                               |                                        |           |
|-------------------------------|----------------------------------------|-----------|
| <b>I. 主要国の投資環境見通し</b>         | .....                                  | p.1-12    |
| ①米国                           | 公約の立法作業が漸く始動、期待先行から現実回帰へ               | ... 1-2   |
| ②欧州                           | オランダ・フランス選挙に向け金融・為替市場は臨戦態勢へ            | ... 3-4   |
| ③日本                           | 輸出主導の景気回復が続く見通し                        | ... 5-6   |
| ④オーストラリア                      | 好調な商品市況が、豪ドルと企業景況感の改善に寄与               | ... 7-8   |
| ⑤中国                           | インフラ・住宅・自動車部門の景気刺激効果は一巡、景気安定に向け正念場は続く  | ... 9-10  |
| ⑥為替                           | 回復基調を強める世界経済を背景としたリスク選好の流れが円高ドル安圧力を緩和か | ... 11-12 |
| <b>II. 国際金融市場の動向</b>          | .....                                  | p.13-15   |
| ①株式                           | ... 13                                 |           |
| ②金利                           | ... 14                                 |           |
| ③為替                           | ... 15                                 |           |
| <b>III. 金融・商品市場のパフォーマンス</b>   | .....                                  | p.16      |
| <b>IV. 2017年3月の主要な政治・経済日程</b> | .....                                  | p.17      |

# I. 主要国の投資環境見通し ①米国：公約の立法作業が漸く始動、期待先行から現実回帰へ

## ● 新政権財政政策は期待から実現性精査へ

トランプ大統領は政権発足以降、大統領令を駆使して保護貿易政策や移民対策などを次々に実行。一方、立法作業を要する税制改革等の財政政策は今後予定される2月28日の大統領議会演説や3月13日の予算教書を経て、全容が漸く明らかになる見込みであり、いよいよ議会審議が本格化します（図1）。

企業や市場が大きく期待を寄せる税制改革案における減税規模や国境調整税への政権の見解が目下関心を集めていますが、政策詳細が明らかになるにつれ、過度な期待は剥落し、焦点は徐々に実現性・実効性に移りそうです。政権・議会共和党ともに8月中の税制改革法案の成立を意気込むも、最優先事項を医療制度改革としていることから財政政策議論の後ずれが懸念されます。加えて、現行制度下でも財政収支の悪化や債務残高の増加が見込まれる中（図2）、政策に伴う財政赤字拡張リスクも早期成立の妨げとなる可能性があります。政権提案が、どの程度、どのような時間軸で実現できるかが今後最大の焦点となり、政権と議会の協調関係や議会動向が市場を左右しそうです。

## ● 経済は緩やかな拡大を維持、利上げの後押し材料を模索

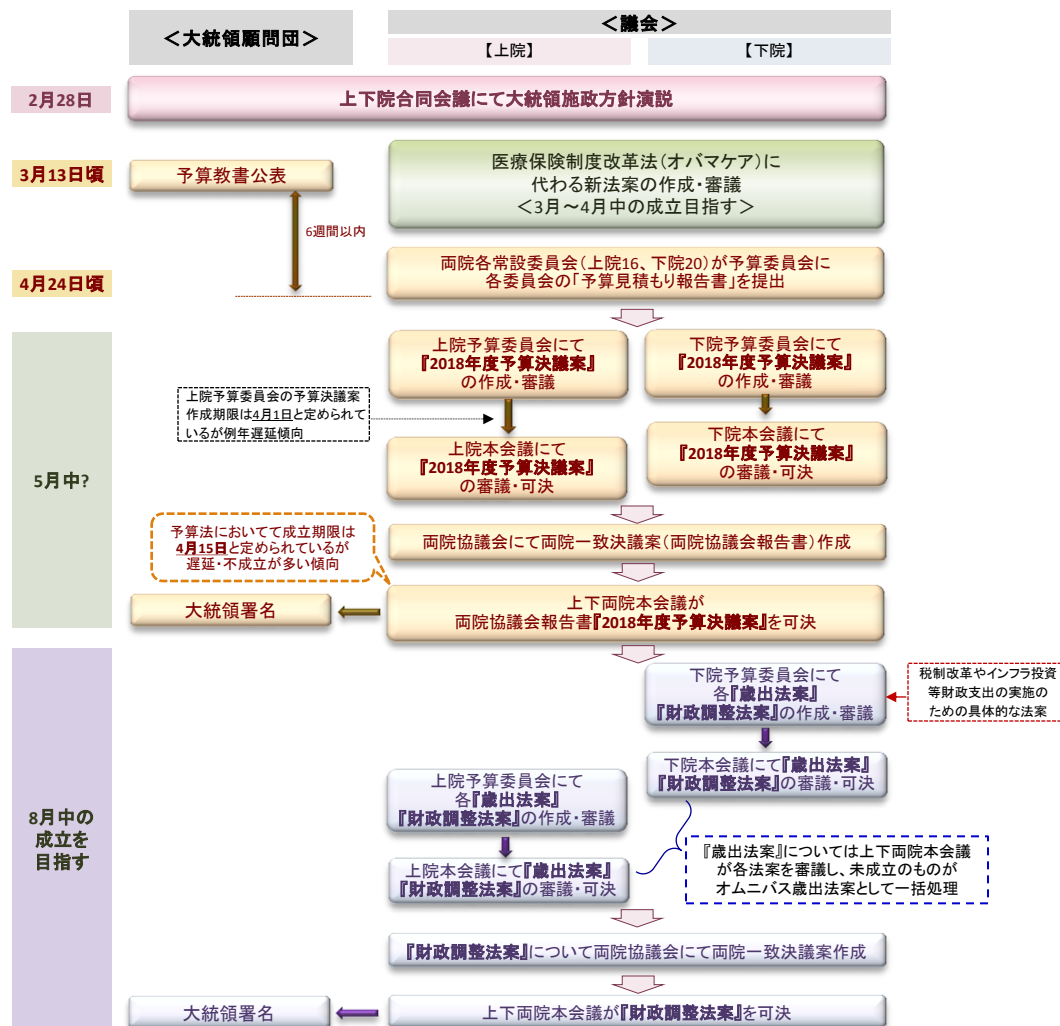
金融政策運営においても財政政策が最大の不確定要因であるが、政策内容・効果の明確化は時間を要し、利上げ実施は経済指標次第となりそうです。FOMC（連邦公開市場委員会）参加者間では、ドル高警戒・雇用の更なる改善を見込む慎重派とインフレ・雇用の過熱感を警戒する前倒し派に見解が割れるも、大方は景気が順調であればかなり早期の利上げを見込んでいます。

足元では、労働参加率が上昇し雇用者数は着実な増加を見せ、賃金は緩やかに上昇（図3）。物価水準は漸くFRB（連邦準備理事会）の目標に届きそうです。良好な雇用環境や新政権政策への期待に伴う消費者マインドの改善を背景として個人消費は堅調に推移し、昨年末以降、頭打ちの兆しが見られた住宅販売は回復を続けています（図4）。企業部門では製造業の持ち直しが継続し、ドル高による悪影響は顕在化していません（図5）。実体経済は安定的に拡大も、ペースは緩やかなため、利上げ実施の喫緊性は低いとみられます。引続き、経済拡大のペースを見極めつつ、新政権財政政策の可視化に伴うFOMC参加者の利上げ・経済見通しの変化に注視が必要です。（吉永）

## 【図1】財政政策実現への長い道のり、鍵は議会動向

米国 財政政策実現のための立法化プロセス概要

※ 主要プロセスのみを記載。



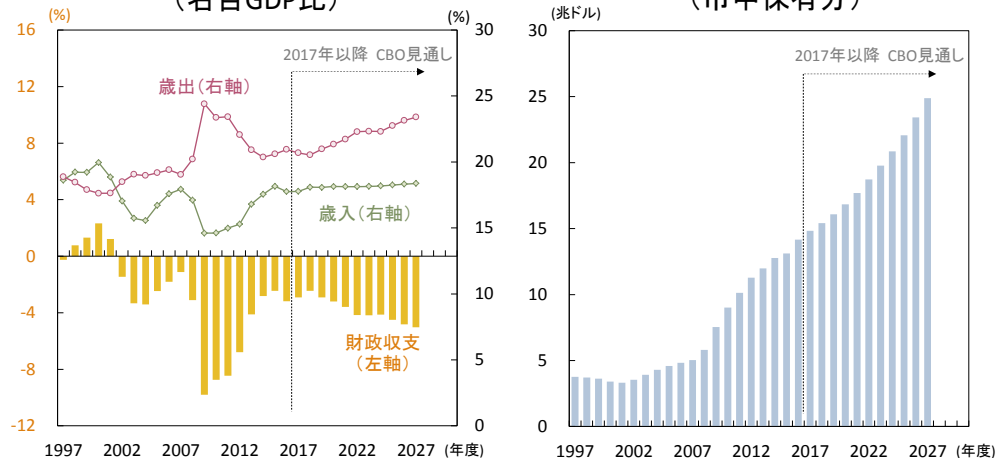
注）日程は変更になることがあります。

出所）各種報道資料や米予算審議制度に基づき当社経済調査部作成

## 【図2】新政権政策に漂う財政悪化の暗雲

米国 財政収支と歳出入  
(名目GDP比)

米国 債務残高  
(市中保有分)



注) 米議会予算局 (CBO) 「財政・経済見通し」(2017年1月公表) に基づく。

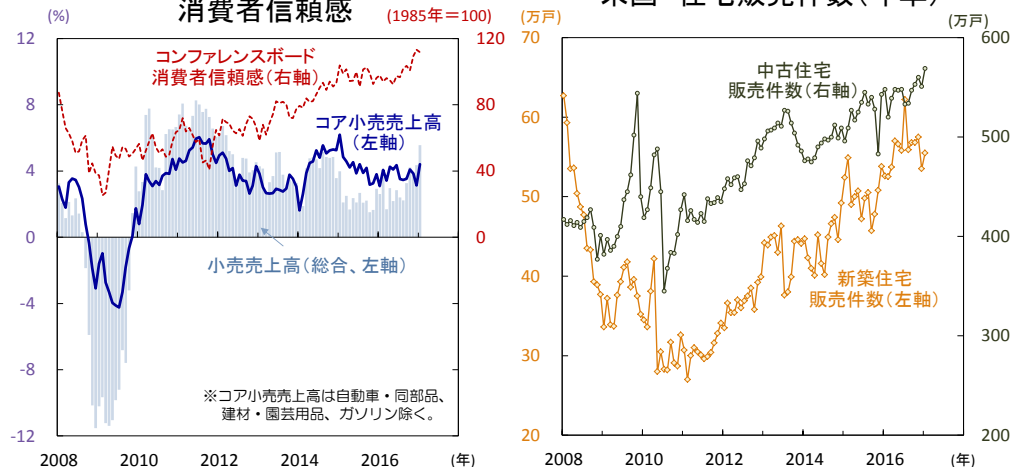
会計年度は前年10月～当年9月。

出所) 米議会予算局より当社経済調査部作成

## 【図4】住宅販売は持ち直し、消費環境は良好

米国 小売売上高(前年比)と  
消費者信頼感

米国 住宅販売件数(年率)



※コア小売売上高は自動車・同部品、建材・園芸用品、ガソリン除く。

注) 左図の直近値はコンファレンスボード (CB) 消費者信頼感が2017年2月、小売売上高が2017年1月。

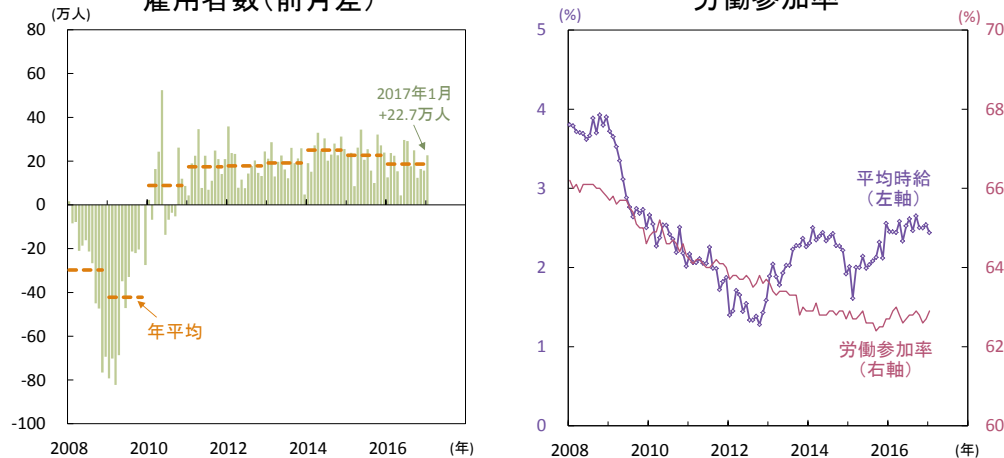
右図の直近値は2017年1月。

出所) 米商務省、CBより当社経済調査部作成

## 【図3】雇用は順調に拡大も、賃金上昇率は立ち往生

米国 非農業部門  
雇用者数(前月差)

米国 平均時給(前年比)と  
労働参加率



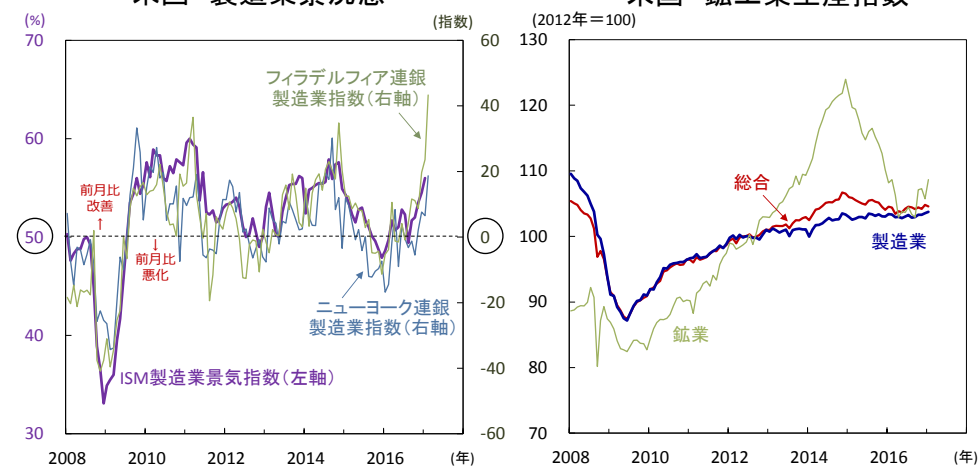
注) 左右両図の直近値は2017年1月。

出所) 米労働省より当社経済調査部作成

## 【図5】ドル高の余波及ばず、製造業の改善基調は継続

米国 製造業景況感

米国 鉱工業生産指数



注) 左図の直近値はISM製造業景況感が2017年1月。各地区連銀製造業景況指数が2017年2月。

右図は2017年1月。

出所) FRB、ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀、ISMより当社経済調査部作成

## ②欧州：オランダ・フランス選挙に向け金融・為替市場は臨戦態勢へ

### ● オランダ選挙戦は反EUの極右自由党が勝利する公算高いが、政権を獲得するには至らないと予想

オランダ下院選挙が、いよいよ3月15日に実施されます。金融市場では2月に入り、政治リスクを反映するとみられる同国10年債利回りと、ユーロ圏の盟主ドイツ10年債の利回り格差が急拡大、緊張感が高まっています（図1左）。折りしも世論調査等から波乱の予感が高まる4月のフランス大統領選（後述）も控える中、投資家のリスク回避姿勢はドイツ短期国債利回りを未踏の領域へと押し下げています。フランス大統領選の前哨戦として世界の金融市場から注目を集めるオランダ選挙、世論は反EU（欧州連合）を掲げる極右勢力の自由党を支持しており、選挙の神様は彼らに微笑みかけようとしています（図1右）。しかし、その微笑みも世界の金融市場を震撼させる「氷の微笑」とはならないとみています。

その理由は主に3つ。ひとつは、150議席を巡る政党の群雄割拠が単独政党による政権発足を難しくしているためです。反EUを声高に叫ぶ極右自由党ヘルト・ウィルダース党首への支持は高いものの、単独過半数には及びません。選挙後の連立政権の模索の過程で反EU等の極論は中和される可能性が高いとみています。

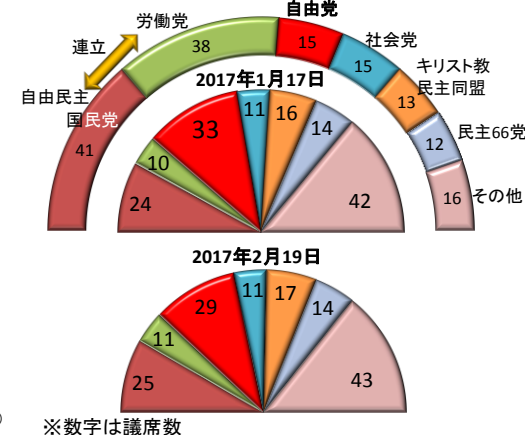
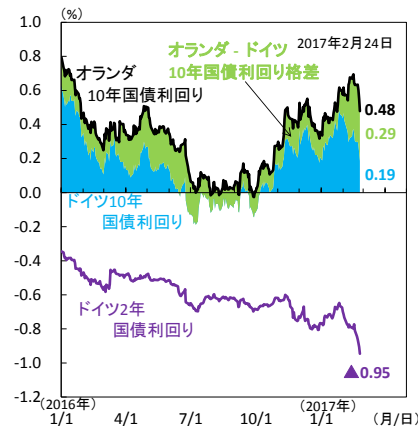
いまひとつは、国内の良好な雇用環境が血気盛んな若年層の社会不安を減じているとみられるためです。オランダの若年（15-24歳）失業率は10.8%（2016年）とフランス25.2%やイタリア37.8%と比べ低く（図2左）、特に社会への不満が強いとみられるニート（Non Employment, Education and Training）の比率は、若年失業率が6.9%とユーロ圏で最も低いドイツと、オランダのみで改善をみせています（図2右）。若年雇用の安定は社会に潜む政治刷新願望を減じるとみています。

そして最後に、オランダ国民の約7割はEUの体制に好意的という事実は見逃せません（図3左）。国民は反EUなど外交面の問題より社会保障等の内政問題に高い関心を示しており、これは選挙戦の争点が反EUや中央政界への反発といったフランスで支持される政治変革とは異なることを示唆していきましょう（図3右）。

極右自由党党首ウィルダース氏は、その過激かつ直接的な発言で聴衆を惹きつけます。同党は第一党に躍進する可能性は高く、同時にその結果はフランス大統領選で同じ極右勢力である国民戦線ルペン候補を勢いづかせますが、金融市場は上述理由を咀嚼、フランスとは違うと冷静な判断をするとみています。

### 【図1】 欧州選挙イヤーの今年、金融市場での緊張高まる

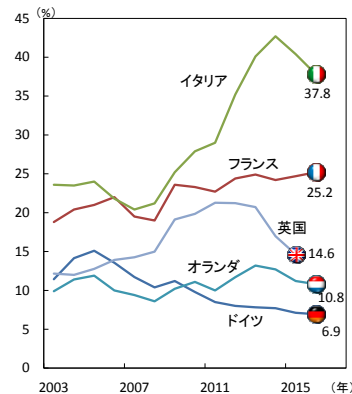
オランダ 政党別下院議席数（外枠）と世論調査に基づく予想議席配分（内円）



出所）蘭現地報道より当社経済調査部作成

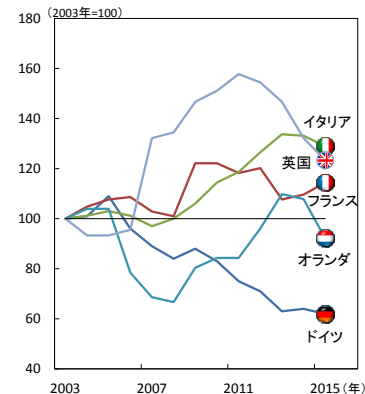
### 【図2】 改善傾向示すオランダの若年雇用環境

欧州連合主要国  
若年層（15-24歳）失業率



注）直近値は英国のみ2015年、他は2016年。  
出所）欧州統計局より当社経済調査部作成

欧州連合主要国  
ニート比率の推移



注）直近値は2015年。  
出所）欧州統計局より当社経済調査部作成



## ● 金融・為替市場は臨戦態勢。

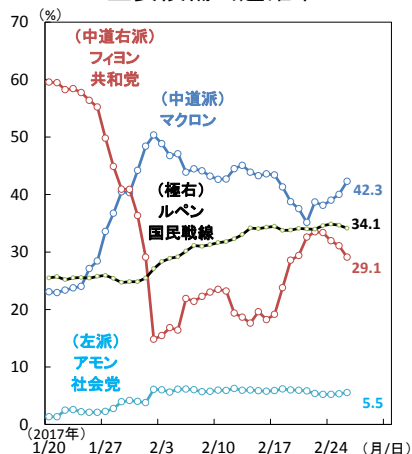
## しかし株式市場は今のところ緊張感なし

4月23日実施のフランス大統領選挙、現地報道が発表する世論調査の結果は様々ではありません。もっとも、EU離脱を声高に叫ぶ国民戦線のルペン候補の人氣は安定的に高く、多くの世論調査では同候補が5月7日の決選投票へ進むとの見方は共通のようです(図4左)。ルペン候補の対立軸の行方が注目されます。

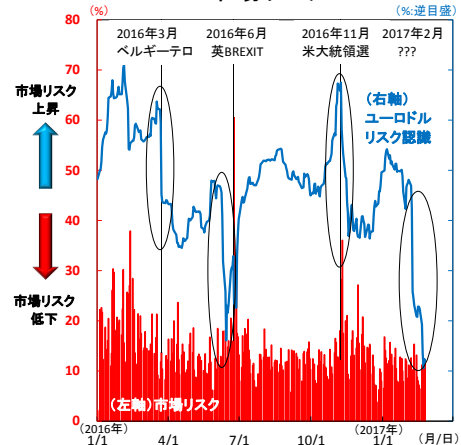
欧州金融・為替相場もオランダやフランスの選挙での波乱に備え、臨戦態勢に入った模様です。特に、債券やキャッシュの投資家の間では、信用力の最も高いドイツ国債への旺盛な需要が確認できるほか(図1左)、為替市場では2月に入りユーロを売る権利(プットオプション)の買いとみられる取引が急増、過去の経験に倣いイベントリスクへの備えをし始めている模様です(図4右)。

一方株式市場は対米相対株価の改善余地(図5左)に加え、米新政権の財政支出拡大期待を背景とした世界的株価上昇等も重なり、英国のEU離脱を問う国民投票前の株式相場で見られた緊張感はほぼ皆無です(図5右)。米新政権への期待持続とフランス中庸政権誕生が欧州株価持続の条件とみています。(徳岡)

## 【図4】フランス大統領選は三つ巴、為替はユーロ下落リスク警戒

フランス 大統領選  
主要候補当選確率

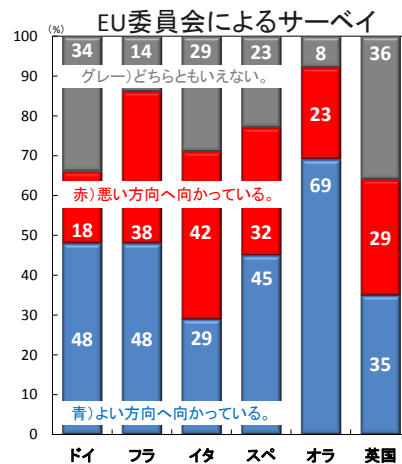
注) 右図、市場リスクは株、債券、商品、為替等57資産の日次リスク(年率)の標準偏差。ユーロドルリスク認識は、ユーロドルオプションボラティリティ格差(リスクリバーサル: コールプット: デルタ25、3ヵ月)。両図とも直近値は2017年2月24日。

ユーロドル リスクリバーサルと  
市場リスク

出所) Bloombergより当社経済調査部作成

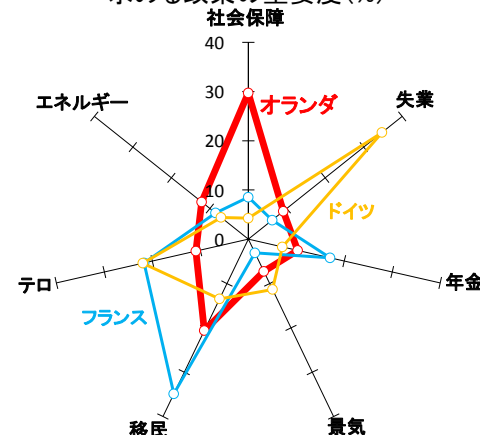
## 【図3】オランダ国民はEUに好意的

EU(欧州連合)はうまくいっているか?



注) 両図共に調査は2016年11月。右図は、国政最重要策は何かとの質問への回答から、当社経済調査部が指数化。出所) Eurobarometer86より当社経済調査部作成

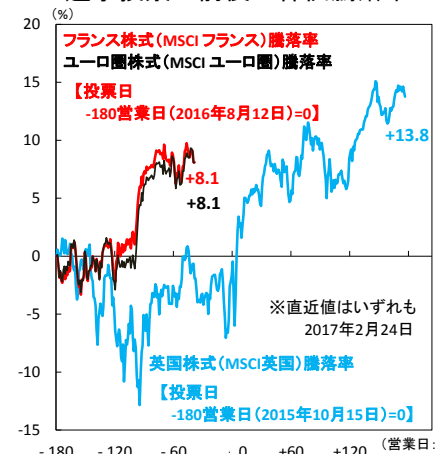
オランダ、フランス、ドイツ国民が求める政策の重要度(%)



## 【図5】フランス株式市場に警戒感なし

MSCIユーロ圏 米国  
相対株価と1株当たり利益格差

注) 左図の1株当たり利益(12ヵ月先)は1/B/E/Sによる。直近値は2017年1月。右図の英国投票日は2016年6月23日、フランスは2017年4月22日(実際の投票日は4月23日、決選投票は5月7日)とした。

MSCI英国 フランス  
選挙投票日前後の株価騰落率

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査部作成

### ③日本：輸出主導の景気回復が続く見通し

#### ● 景気は輸出主導で拡大へ

2016年10-12月期の実質GDP速報は前期比年率で+1.0%と4四半期連続のプラス成長となりました（図1）。景気を主導しているのは外需であり、内需寄与度ゼロ%に対し外需の寄与度は+1.0%でした。世界的に在庫調整の目処がつき、製造業の増産傾向が鮮明であり、輸出の増加が景気を押し上げていきます（図2左）。中国経済の安定化やIT需要の拡大から、当面輸出は増加基調となり日本経済を牽引するとみられます。一方、内需は民間設備投資が前期比プラスに転じたものの、明確な拡大基調になっていません。

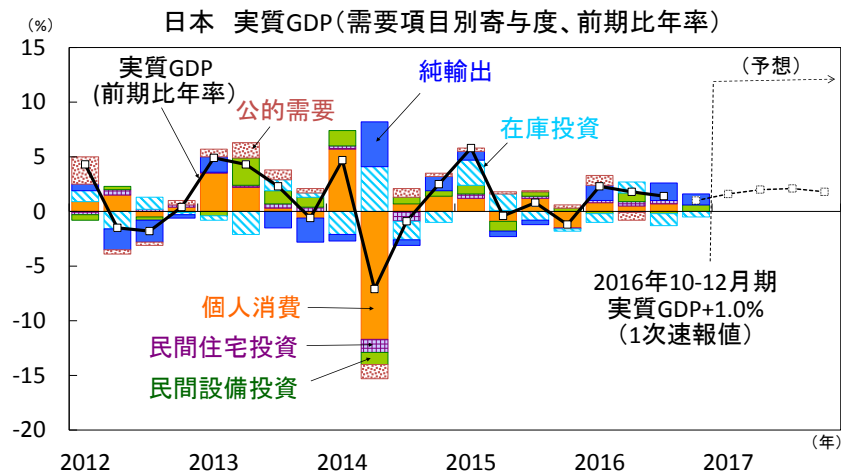
ただ、設備投資は生産の増加や好調な企業収益を背景に上向く可能性が高く、特に機械受注が回復している製造業が牽引役になりそうです（図2右）。個人消費は回復が一服し、賃金上昇が今後の鍵でしょう。国内では経済対策効果の顕在化、海外では中国経済の安定化や米国経済の財政拡大効果が見込まれるため、2017年の日本経済は潜在成長率を上回る伸びを予想しています。

#### ● 来年度の企業収益の増加は輸出企業が鍵

2017年の中国の実質GDP成長率は+6.5%程度が見込まれ、民間消費は前年比2桁の伸びを維持、特にインターネット消費が3割近く伸びています。日中経済の依存関係は不変であり、貿易相手国として中国の重要性は変わりません（図3）。他方、日本企業の対中直接投資は伸び悩んでいます（図4）、個人消費関連を中心に成功事例が多くみられます。変化の著しい中国には、日本企業にとってリスクがある反面、チャンスもあります。特に小売業は競争が激しいものの日本の安全性やサービスは高評価です。今後有望な分野としてエレクトロニクス、食品、エコカー、医療・介護などがあげられ、足元では冷凍運搬など物流関連で商機がありそうです。

上場企業の今年度純利益は前年比二桁近い増益となり、来年度も高成長が続く見通しです（図5）。米利上げによりドル高円安が進めば輸出企業中心に増益期待が高まり、株価の一段の上昇が期待されます（図6）。米中向けに市場シェアを伸ばしている企業などが注目されましょう。（向吉）

#### 【図1】 昨年10-12月期の実質GDPは4四半期連続で前期比増



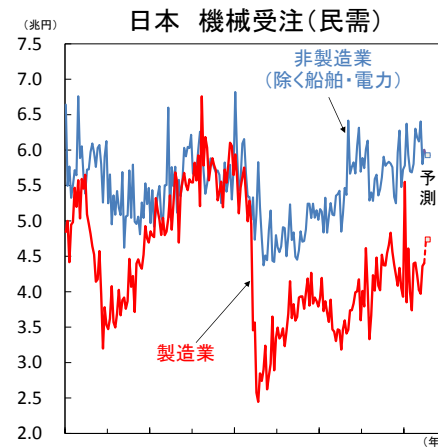
注）2017年1-3月期から2017年10-12月期までが当社経済調査部の予想値。

出所）内閣府より当社経済調査部作成

#### 【図2】 輸出主導で拡大する景気

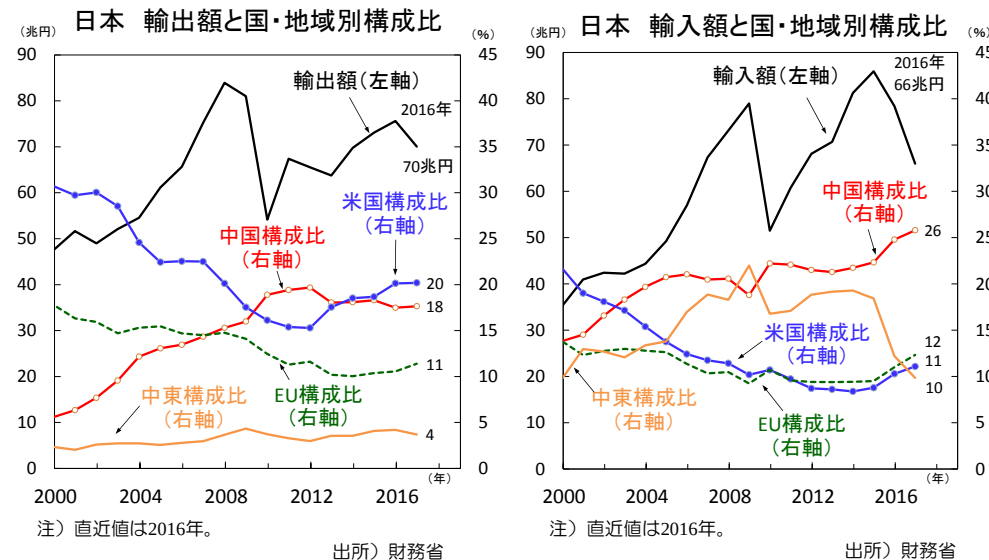


注）直近値は2017年1月。データは季節調整値。  
出所）財務省、日本銀行

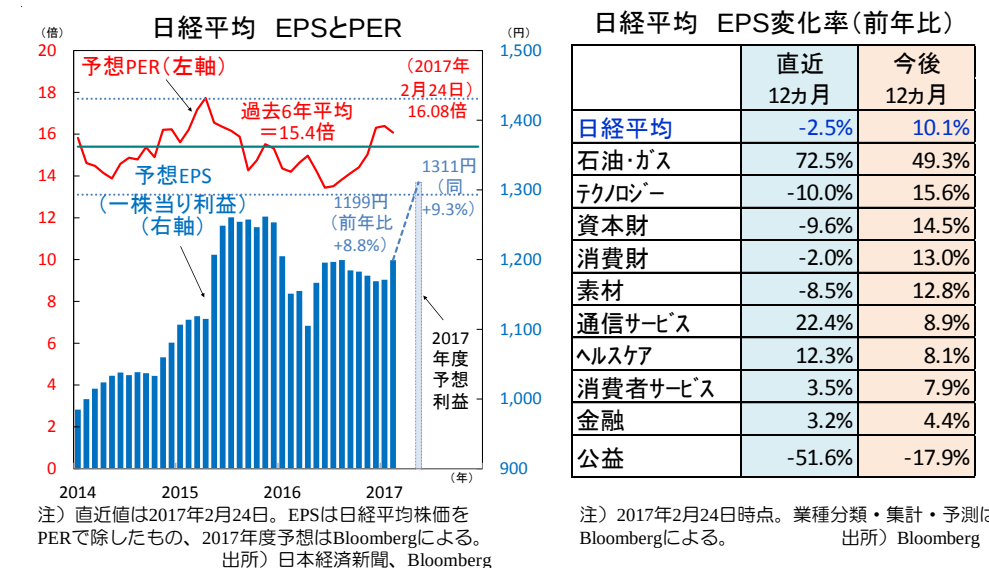


注）直近値は2016年12月。データは季節調整値年率換算。  
点線は内閣府による2017年1-3月期予測。出所）内閣府

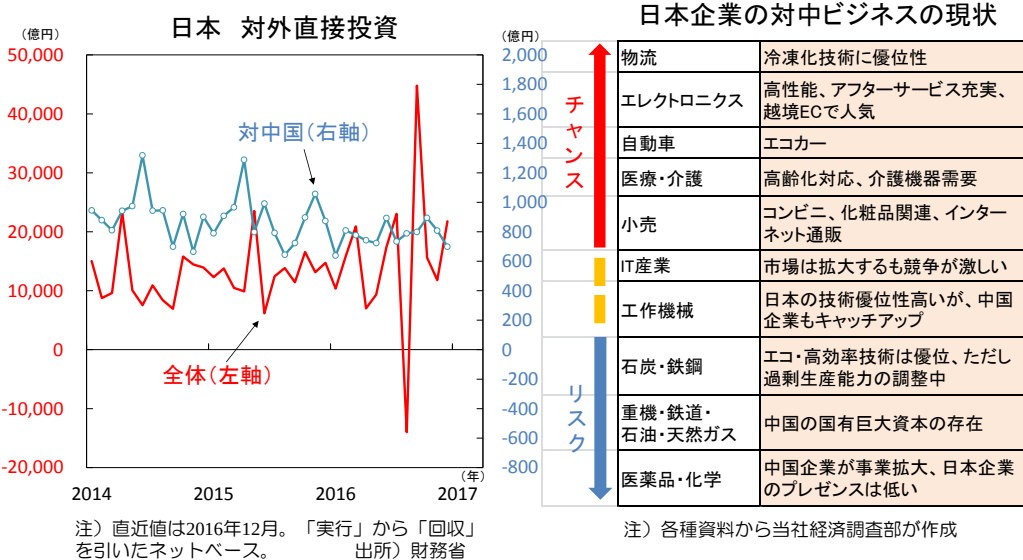
## 【図3】日本にとって中国は最大の貿易相手国



## 【図5】来年度増益が見込まれる日本企業



## 【図4】変化著しい中国にはリスクだけではなくチャンスもある



## 【図6】日本株への為替の影響は依然として大きい



## ④オーストラリア：好調な商品市況が、豪ドルと企業景況感の改善に寄与

### ●景況感が強く、労働市場のさらなる改善が期待される

前月の想定よりも堅調な指標が発表されています。NAB企業景況感は、堅調であった12月から1月はさらに加速しました（12月10→1月16、図2左）。資源価格の改善などを受け、取引環境が改善していることが背景です。1月PMI指数も、製造業・サービス業が共に50を上回っており（各51.2、54.5）景況感は堅調です（図2右）。2016年7-9月期GDPは悪天候などの一時的要因によりマイナス成長となりましたが、3月1日に発表される10-12月期GDPは前期比+0.7%（市場予想）と回復が見込まれています。

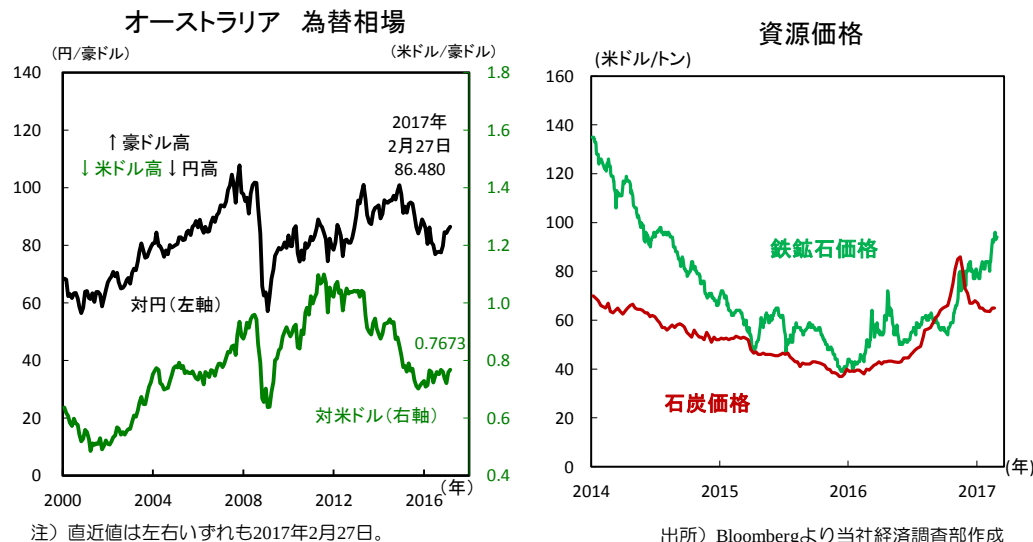
10-12月期の賃金指数（含む賞与）は前年比+1.9%と前期（+1.7%）から小幅上昇するも、賃金指数（除く賞与）は+2.0%で横ばいでした（図4左）。失業率は5.7%まで低下していますが、米国とは違い、完全雇用までは低下余地が依然残ると中銀は指摘しています。また現状の労働市場の改善はパートタイム中心であり、フルタイムや追加の労働機会を探している労働者の割合（不完全雇用率）は増えています（図4右）。足元では景況感が改善しているため、労働市場でも徐々に質の改善が進んでいくと考えています。

### ●金融市場の安定性を重視し、政策金利は据え置きを予想

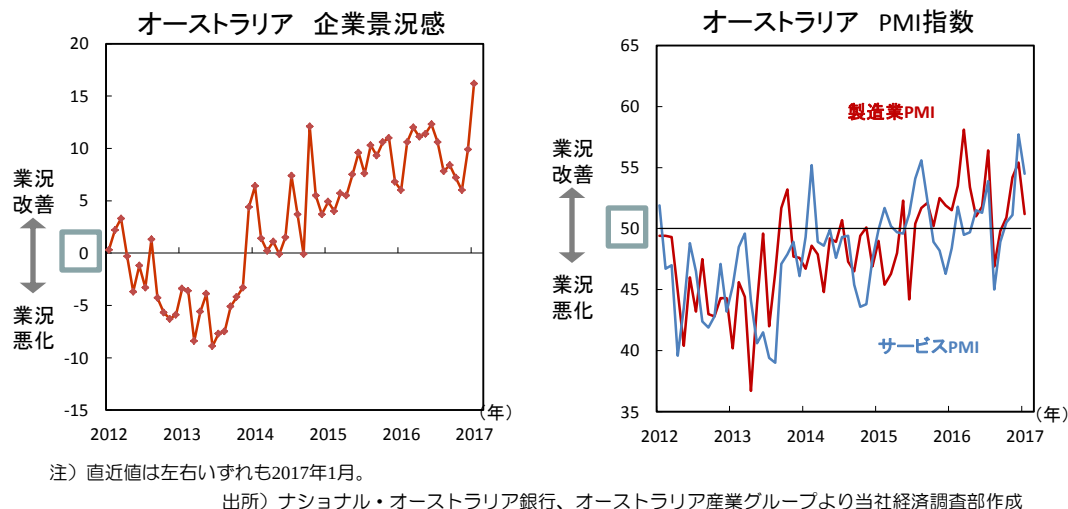
中銀は、2月10日に公表した四半期レポートで、近年は戸建住宅ではなく集合住宅が増えていることを指摘しました。集合住宅の増加は、建設決定から完成までの期間が長くなるため、住宅価格下落時に供給を止めるなどの調整が難しく、在庫を抱えるリスクが以前より高まっていることを意味します。そのため中銀には、より慎重な政策判断が求められる環境となっており、政策金利は引き続き据え置かれるとみられています。

低金利を背景に投資マネーは住宅市場に流入していますが、住宅市況の先行指数となる建設許可件数は前年比でマイナスとなるなど過熱感が沈静化する兆候もみられます（図5）。仮に住宅価格が急落したとしても、銀行の財務状況は健全で、波及リスクは限定的と考えています。また家計の債務は増えているものの、貯蓄を差し引いた純債務は低下していると中銀は指摘しており、家計部門への波及リスクも弱まっているとみられます（図6）。（永峯）

### ●【図1】堅調な商品市況も豪ドルをサポート

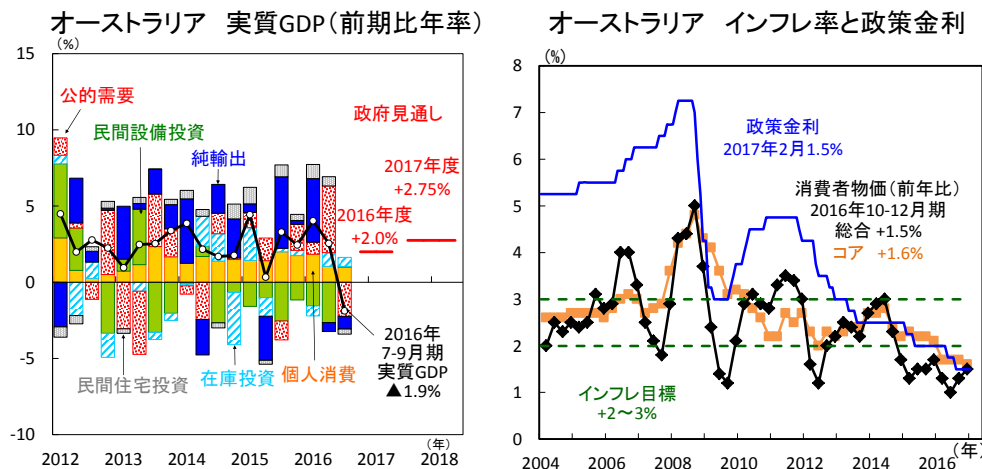


### 【図2】企業景況感が堅調。PMIも50を上回る





## 【図3】2016年10-12月期GDP成長率は回復が見込まれる

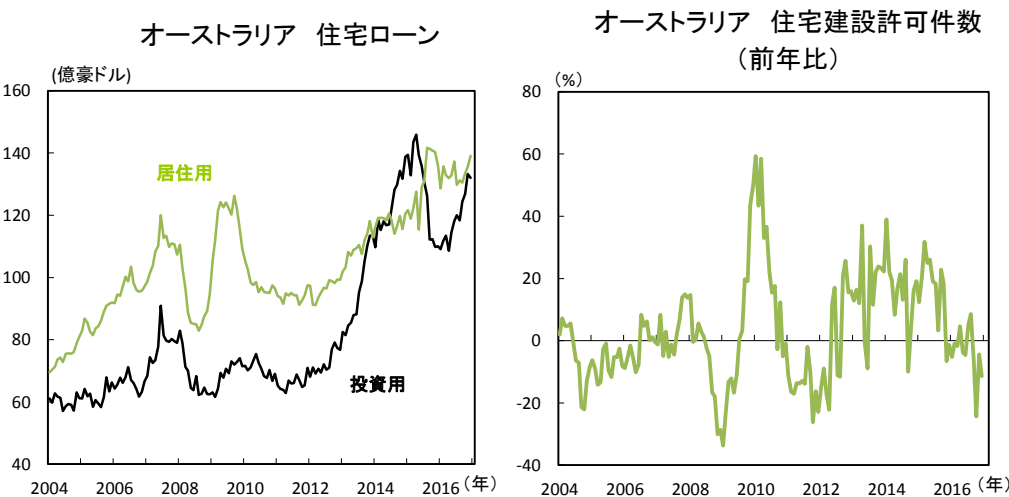


注) 政府見通しは2016年12月経済財政見通し。2016年度は2016年7月~2017年6月。

コアはガソリンや生鮮食品など変動項目を除いた指数。

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

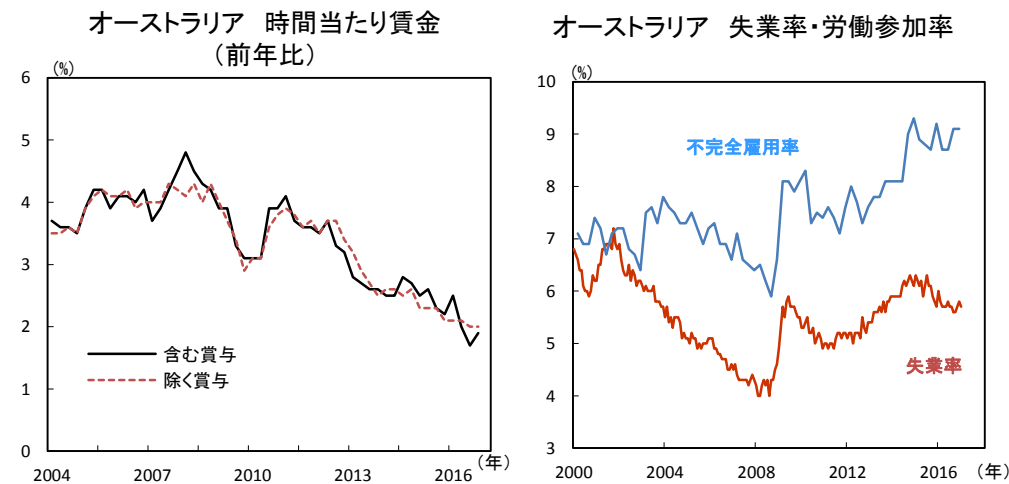
## 【図5】許可件数は過熱感からの調整がみられる



注) 直近値は左右いずれも2016年12月。居住用住宅ローンは、借り換え目的のローンを除く。

出所) オーストラリア中銀、オーストラリア統計局より当社経済調査部作成

## 【図4】失業率と不完全雇用率で乖離が拡大

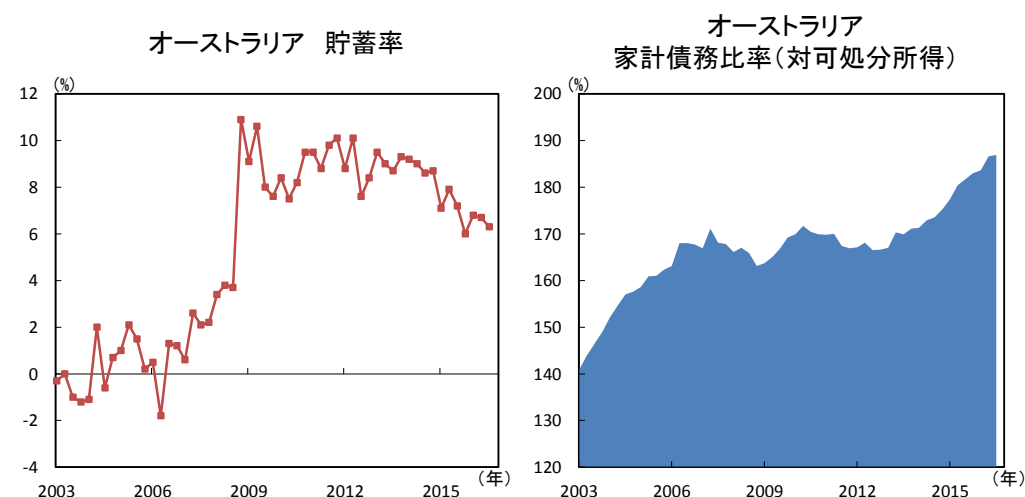


注) 左図の直近値と右図の不完全雇用率は2016年10-12月期時点、右図の失業率は2017年1月。

不完全雇用率は、労働力人口に対するフルタイムや追加の労働機会を探している労働者数の割合。

出所) オーストラリア統計局より当社経済調査部作成

## 【図6】中銀は貯蓄上昇が純債務の減少に寄与と分析



注) 直近値は左右いずれも2016年10-12月期。

出所) オーストラリア中銀、オーストラリア統計局より当社経済調査部作成

## ⑤中国：インフラ・住宅・自動車部門の景気刺激効果は一巡、景気安定に向け正念場は続く

### ● 2017年も景気軟着陸を目指し、鍵握る当局の政策調整

足元の企業PMIが製造・非製造業ともに業況改善・悪化の節目50を上回る状態が続くなど、中国景気は底堅い推移を見せていますが（図1）、昨年加速したインフラ投資や住宅・自動車販売の反動減リスクは要注意です。直近1月の乗用車販売台数は前年比▲0.5%に失速するなど、取得税率の減税幅半減（2016年：▲5%→2017年：▲2.5%）の影響が表れ始めています（図2）。景気を支えた三本柱の勢いが一巡するなか、成長率減速は避けられない情勢です。

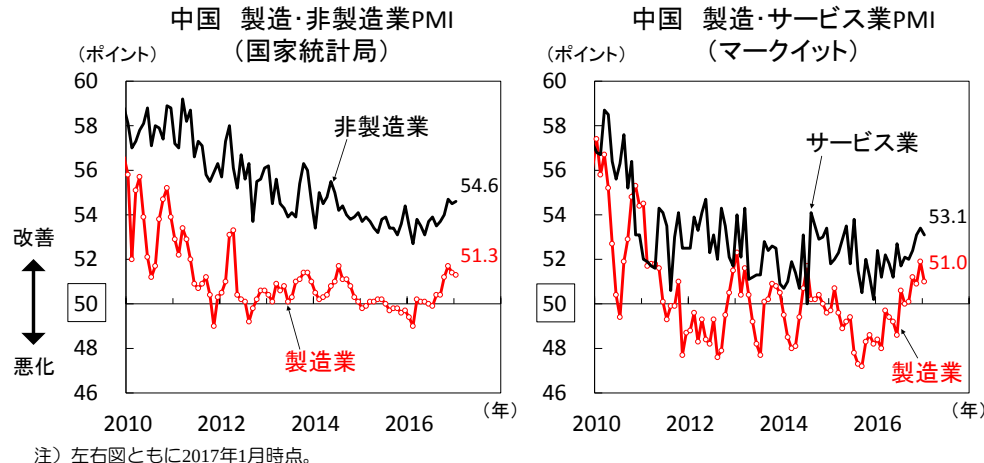
3月5日開幕の全人代（国会に相当）を前に、地方政府の2017年目標が出揃いましたが（図3）、習政権が掲げる一帯一路（現代版シルクロード）構想と連動したインフラ建設が活発な西部を除けば、2017年の成長率目標を前年比で小幅下方修正した政府が多く、全国的に景気安定を重視した印象です。景気が民間主導の自律的回復に至っていないなか、景気減速を緩やかにとどめるには、今後も当局による時宜を捉えた景気対策が鍵を握ると考えます。

### ● 春節前後に実施した金融引き締めはあくまで投機抑制

足元で目立つ動きとしてインフレ率上昇が挙げられます。原油など原材料価格の伸び率加速が主因ですが、昨年前半からの価格反発に伴う押し上げ効果は徐々に落、川下物価への波及も限定的と予想します（図4）。ただし、内需の鈍さゆえ企業が最終財へ価格転嫁しづらいなか、長引けば企業のコスト負担が増し収益が悪化、生産復調の動きに水を差すリスクもあります。

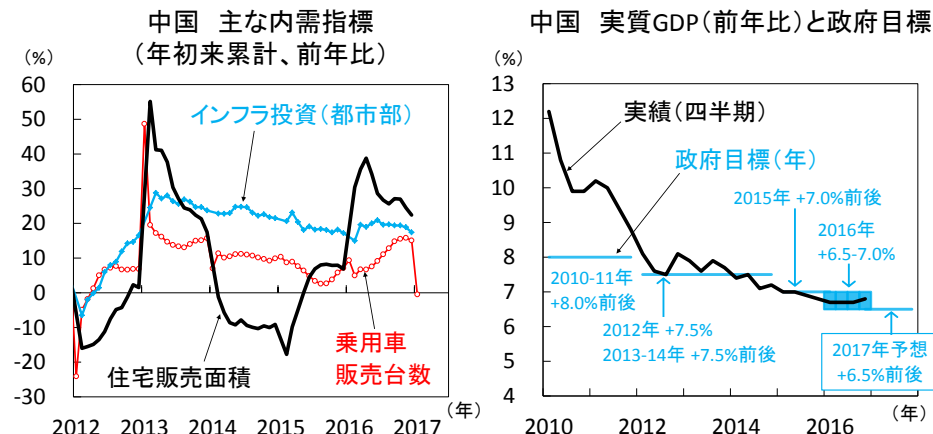
また、春節（1月27日～2月2日）を挟み金融引き締めの動きも見られました。1月の融資急増やマネーサプライの動き（M1・M2のかい離）が示すように（図5）、金融緩和で供給された資金が実物経済に行き渡らず、短期の利ざや狙いで不動産など資産市場に流入している可能性も高く、当局はこれら投機の抑制を狙った模様です（図6）。景気は安定も心許ないため、民間活動に直結する貸出金利引き上げなど、全面的引き締めにも動く公算は低いものの、小刻みな金融調節が逆に市場の不安を煽る可能性は残ります。（瀧澤）

### 【図1】企業PMIは製造・非製造ともに節目50超の水準で定着



出所) 中国国家统计局、マークイットより当社経済調査部作成

### 【図2】弱まる政策効果、2017年の成長率減速は不可避か



出所) 中国国家统计局、中国海関総署、中国国务院HPより当社経済調査部作成

## 【図3】2017年は中央・地方政府ともに景気の安定を重視か

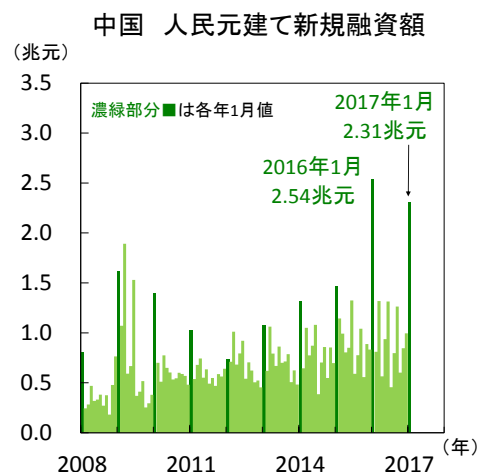
中国 全国および31省区市の名目GDPと実質成長率実績・目標

|      | 名目GDP<br>2016年<br>(兆元) | 実質GDP成長率(%) |        |             |
|------|------------------------|-------------|--------|-------------|
|      |                        | 2016年<br>目標 | 実績     | 2017年<br>目標 |
| 全国   | 74.41                  | 6.5-7.0%    | 6.7%   | 6.5%前後?     |
| 東北   |                        |             |        |             |
| 遼寧   | 2.20                   | 6.0%前後      | 未発表    | 6.5%前後      |
| 吉林   | 1.49                   | 6.5-7.0%    | 6.9%   | 7.0%前後      |
| 黒竜江  | 1.54                   | 7.5-8.0%    | 6.1%前後 | 6.0-6.5%    |
| 西部   |                        |             |        |             |
| 内蒙古  | 1.86                   | 7.5%前後      | 7.3%前後 | 7.5%前後      |
| 広西   | 1.82                   | 7.5-8.0%    | 7.3%前後 | 7.5%前後      |
| 重慶   | 1.76                   | 10.0%       | 10.7%  | 10.0%前後     |
| 四川   | 3.27                   | 7.0%以上      | 7.5%   | 7.5%前後      |
| 貴州   | 1.17                   | 10.0%       | 10.5%  | 10.0%       |
| 雲南   | 1.49                   | 8.5%前後      | 8.7%   | 8.5%前後      |
| チベット | 0.12                   | 10.0%以上     | 11.5%  | 11.0%以上     |
| 陝西   | 1.92                   | 8.0%前後      | 7.6%前後 | 8.0%前後      |
| 甘肅   | 0.72                   | 7.5%        | 7.6%   | 7.5%        |
| 青海   | 0.26                   | 7.5%前後      | 8.0%前後 | 7.5%前後      |
| 寧夏   | 0.32                   | 7.5%以上      | 8.0%以上 | 8.0%前後      |
| 新疆   | 0.96                   | 7.0%前後      | 7.6%   | 7.0%以上      |
| 東部   |                        |             |        |             |
| 北京   | 2.49                   | 6.5%        | 6.7%前後 | 6.5%前後      |
| 天津   | 1.79                   | 9.0%        | 9.0%前後 | 8.0%        |
| 河北   | 3.18                   | 7.0%前後      | 6.8%前後 | 7.0%前後      |
| 上海   | 2.75                   | 6.5-7.0%    | 6.8%   | 6.5%前後      |
| 江蘇   | 7.61                   | 7.5-8.0%    | 7.8%   | 7.0-7.5%    |
| 浙江   | 4.65                   | 7.0-7.5%    | 7.5%前後 | 7.0%以上      |
| 福建   | 2.85                   | 8.5%        | 8.4%   | 8.5%前後      |
| 山東   | 6.70                   | 7.5-8.0%    | 8.0%   | 7.5%前後      |
| 広東   | 7.95                   | 7.0-7.5%    | 7.5%   | 7.0%以上      |
| 海南   | 0.40                   | 7.0-7.5%    | 7.5%   | 7.0%以上      |
| 中部   |                        |             |        |             |
| 山西   | 1.29                   | 6.0%前後      | 4.5%前後 | 5.5%前後      |
| 安徽   | 2.41                   | 8.5%前後      | 8.7%   | 8.5%前後      |
| 江西   | 1.84                   | 8.5%以上      | 9.0%   | 8.5%前後      |
| 河南   | 4.02                   | 8.0%前後      | 8.1%   | 7.5%以上      |
| 湖北   | 3.23                   | 9.0%前後      | 8.1%   | 8.0%前後      |
| 湖南   | 3.12                   | 8.5%前後      | 7.9%   | 8.0%前後      |

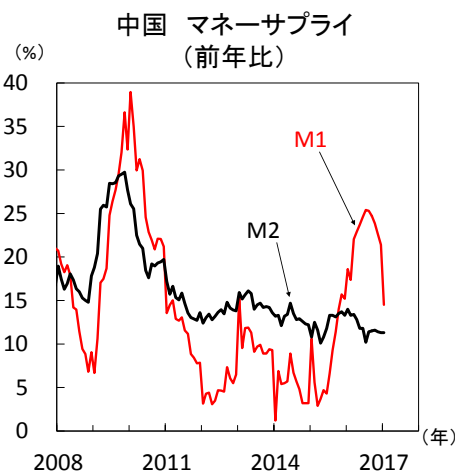
注) 各省区市政府の政府工作報告(2016年・2017年)に基づく(2016年比で 上方修正、下方修正)。  
全国の2017年目標のみ当社経済調査部予想。各省区市の名目GDP合計は必ずしも全国と一致しない。

出所) 中国国家统计局、中国国务院、各地方政府HP、Thomson Reuters Datastreamより当社経済調査部作成

## 【図5】金融緩和の効果が実物経済に浸透していない可能性も



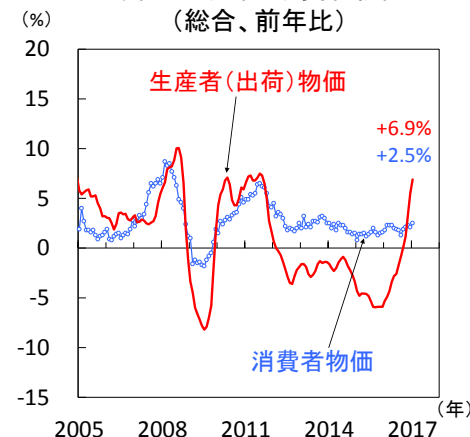
注) 右図: 直近値は2017年1月時点。



出所) 中国人民銀行より当社経済調査部作成

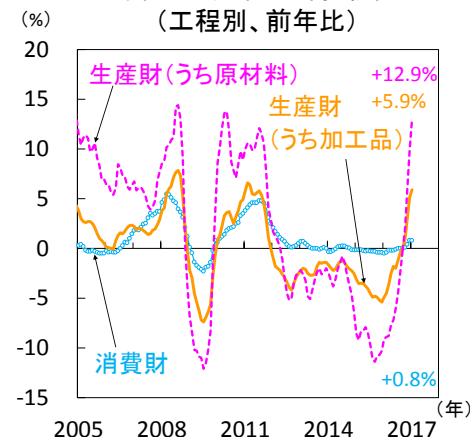
## 【図4】インフレ圧力は川上で高まるも、川下への波及は限定的

中国 生産者・消費者物価 (総合、前年比)



注) 左右図ともに直近値は2017年1月時点。

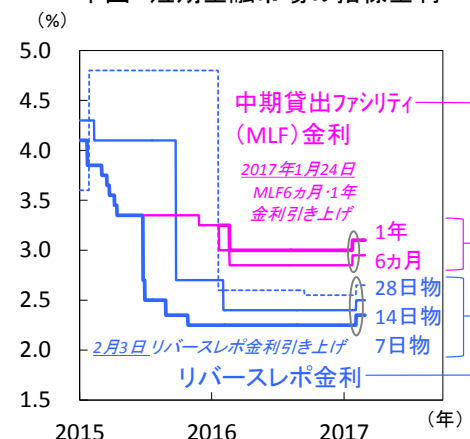
中国 生産者(出荷)物価 (工程別、前年比)



出所) 中国国家统计局より当社経済調査部作成

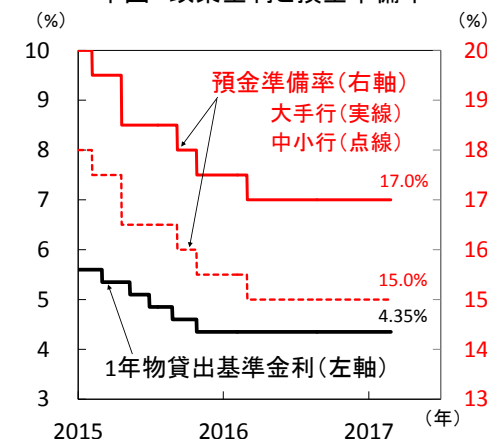
## 【図6】春節前後に金融引き締めに動いた人民銀行

中国 短期金融市場の指標金利



注) MLFは2014年9月に導入、国債・中銀手形・政策性金融債・高格付け債券などを適格担保に健全性の高い商業銀行・政策性銀行などに資金を貸し出す措置。人民銀行は2017年1月20日に国内大手5行に対し預金準備率を一時的に16%に引き下げた。直近値は左右図ともに2017年2月27日時点。

中国 政策金利と預金準備率



出所) 中国人民銀行、Bloombergより当社経済調査部作成

## ⑥為替：回復基調を強める世界経済を背景としたリスク選好の流れが円高ドル安圧力を緩和か

### ● 2月は方向感のない展開が続いたドル円相場

ドル円相場は年初来、米国の金融政策やトランプ政権への不透明感から円高ドル安地合いですが、2月は1米ドル=112～114円で一進一退が続きました。

米国金融政策について、市場はFOMC（連邦公開市場委員会）の次回利上げは6月、今年内の利上げは2回との見方が大勢です（図1）。雇用統計を含め一連の堅調な米国景気指標を受け、5月FOMCでの利上げ前倒し観測こそ高まっていますが、年初から「年内の利上げは2回」との見方に変化は見られません。今年末のFF金利見通しとドル円相場の関係が示すように（図2）、米国の金利先高感つまりは利上げ回数見通しが上振れしない限り、トランプ大統領の米ドル高けん制も強まるなか、円安再加速は難しいように思います。

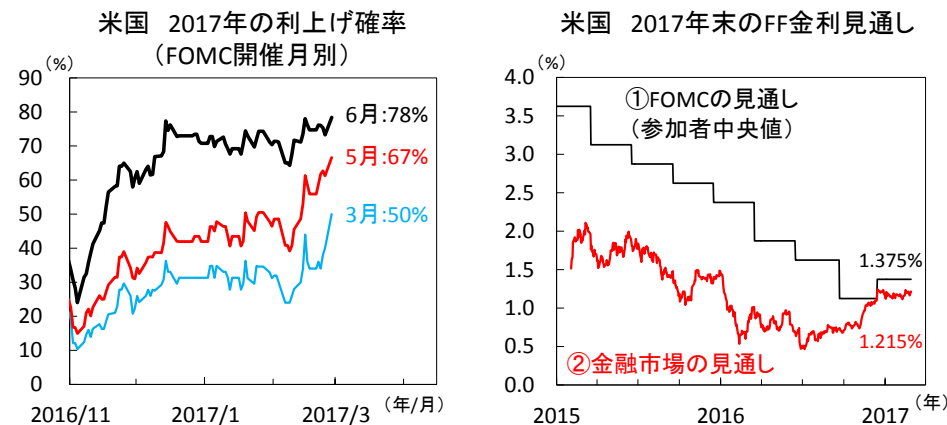
円弱気に傾き過ぎていた投機筋の動き（図3）や実勢値の購買力平価からのかい離率の大きさ（図4）などを考慮しても、昨年終盤に118円台まで急伸した円安ドル高の速度・値幅調整を強いられやすい地合いにあるといえます。

### ● 明るさ増す世界経済、リスク回避的な円高進行の公算は低い

米国の金融政策に加え、トランプ政権の動向も要注意です。大統領就任後の入国制限を巡る司法闘争や政権高官の辞任、予算教書公表の遅延（通常は2月初だが3月中旬か）などを受け、大統領選直後の高揚感（巨額の財政出動で景気加速を期待）は薄れつつあります。昨年終盤をピークに低下基調にある米国長期金利（10年国債）は、新政権の財政政策が期待外れに終わるとの慎重論を一部反映していると推察します（図5）。一方、雇用回復で賃金上昇圧力が増し、インフレ期待が高まり実質金利が低下、ドル円相場と相関のみられる日米実質金利差が縮小傾向にある点も円高ドル安材料と考えます。

ただし、先進・新興国は揃って景気が安定感を増しており、リスク選好の流れが定着（図6）、突発的な外生ショックでリスク回避的な円高に振れたとしても長く引きずることはないと考えます。当面のドル円相場は不安定な展開を強いられるも、円高基調が定着する公算は低いとみます。（瀧澤）

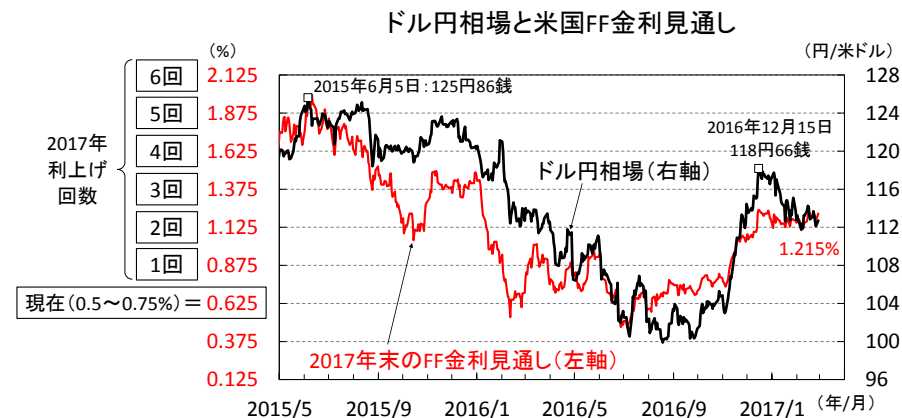
### 【図1】次回利上げは6月、年内の回数は2回との見方が大勢



注) 左図：FF目標金利が0.875%以上となる確率を接続。直近値は2017年2月27日時点。  
右図：②はFF先物金利2018年1月限。直近値は①が2016年12月13・14日FOMC、②が2017年2月27日時点。

出所) FRB、Bloombergより当社経済調査部作成

### 【図2】米国利上げ加速の見方強まれば、円安ドル高再開も

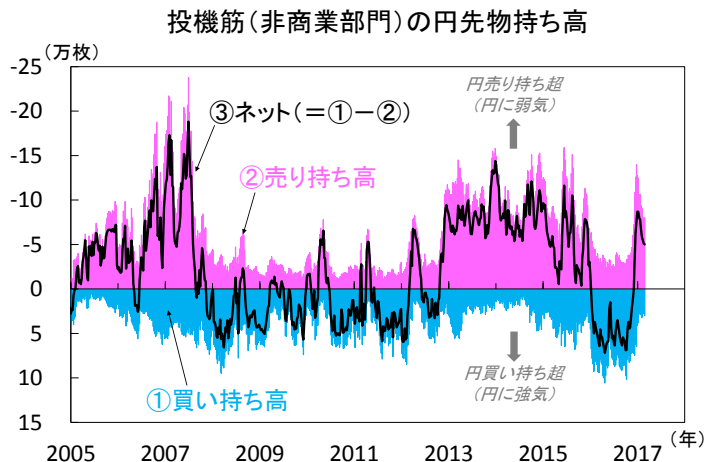


注) 凡例はいずれもザラバベースの円安ドル高値。直近値は2017年2月27日時点。

出所) FRB、Bloombergより当社経済調査部作成



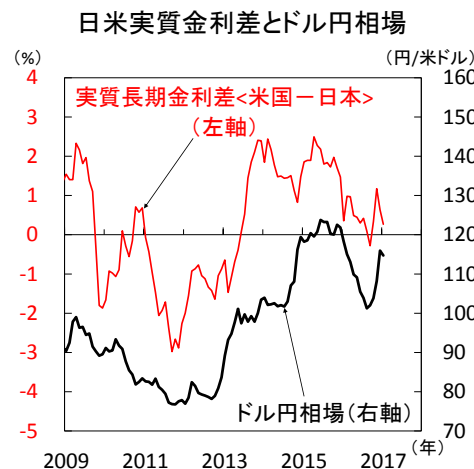
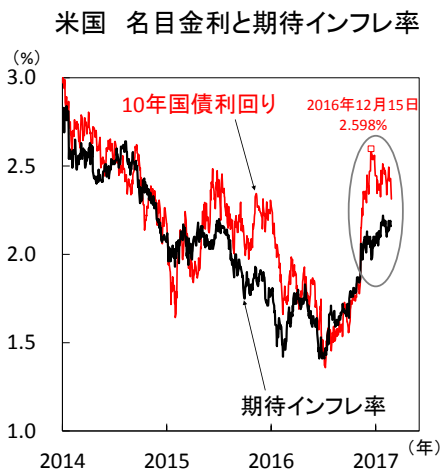
## 【図3】投機筋の円売りポジションはやや修正



注) 値はCFTC（米商品先物取引委員会）による集計値。直近値は2017年2月21日時点（週次）。

出所) CFTC、Bloombergより当社経済調査部作成

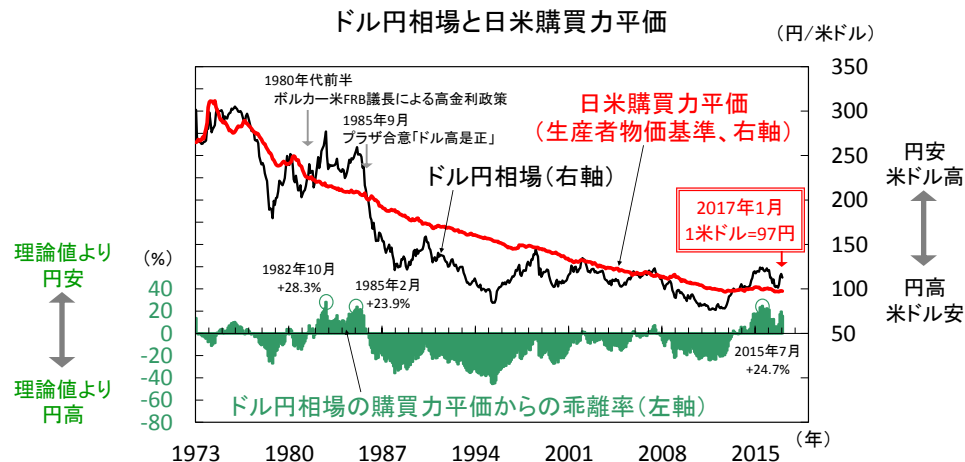
## 【図5】米国の実質金利低下で日米実質金利差が足元縮小



注) 左図：5年物5年先期待インフレ率に基づく。直近値は2017年2月24日時点。  
右図：実質長期金利は10年国債利回り-消費者物価（前年比）とした。直近値は2017年1月時点。

出所) 米労働省、セントルイス連銀、総務省、Bloombergより当社経済調査部作成

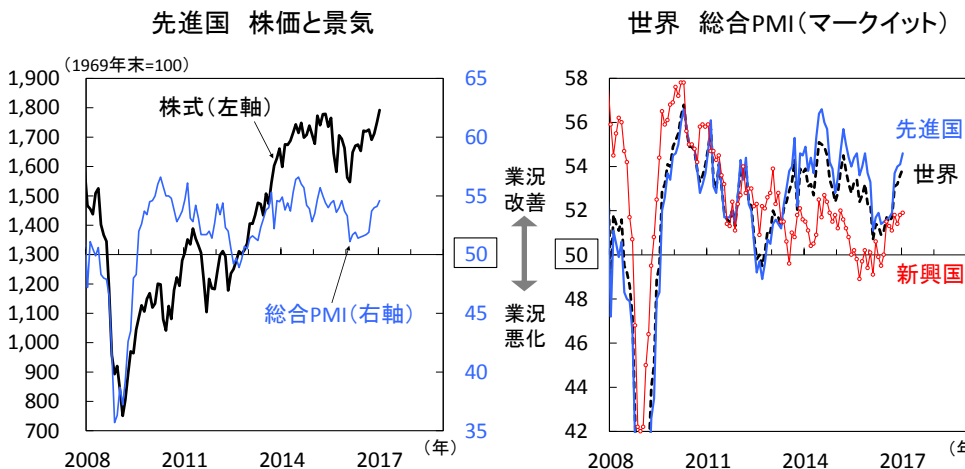
## 【図4】実勢相場は日米購買力平価から円安方向にかい離



注) 日米購買力平価は日本が変動相場制に移行した1973年2月の為替レートを基準とし、日米物価上昇率格差で調整した為替相場に基づく（日本は国内企業物価、米国は生産者最終財物価）。直近値は2017年1月時点。

出所) 日本銀行、米労働省、Bloombergより当社経済調査部作成

## 【図6】世界経済は回復揃い踏み、リスク選好は容易に崩れず



注) 左図：株式はMSCI World（米ドル）。直近値は2017年1月時点。  
右図：世界PMIの底値は36.9、先進国は35.7（ともに2008年11月値）。直近値は2017年1月時点。

出所) MSCI、マークイットより当社経済調査部作成

## Ⅱ. 国際金融市場の動向

### ①株式：高値更新続ける米国を筆頭に上昇基調継続

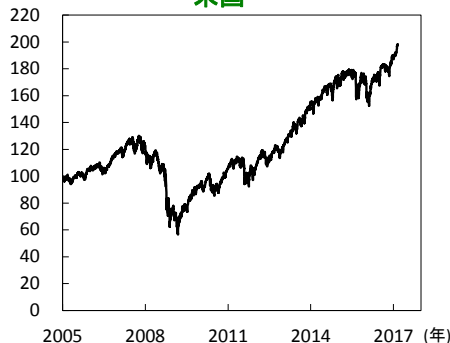
(すべて2005年初=100)

先進国

日本



米国



ドイツ



オーストラリア



中国



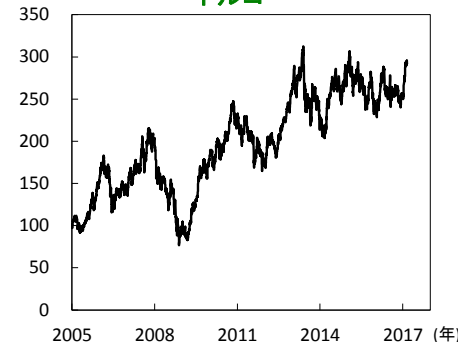
インド



インドネシア



トルコ



新興国

メキシコ



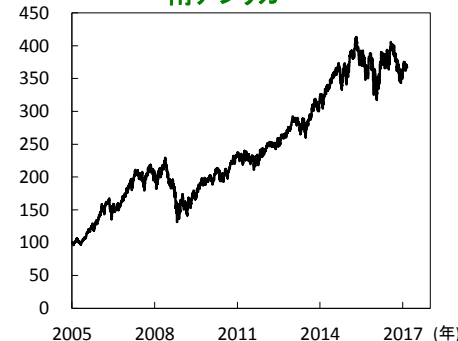
ブラジル



ポーランド



南アフリカ



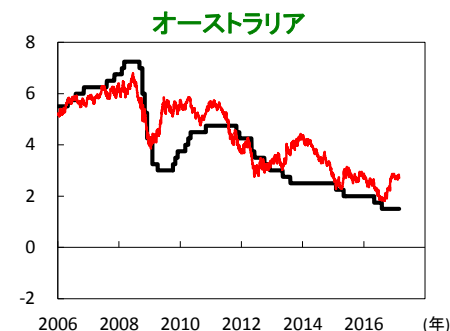
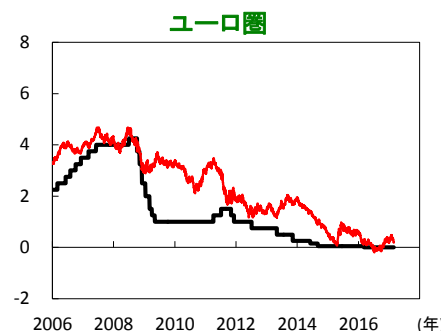
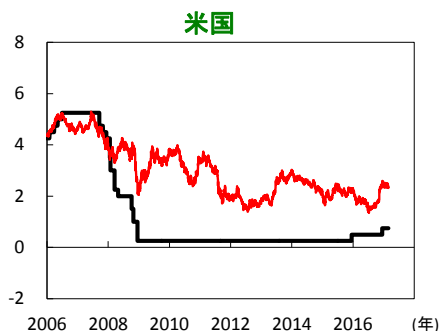
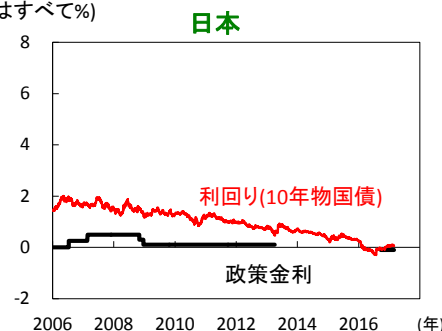
注1) 2005年初=100として当社経済調査部が指数化。直近値は2017年2月27日、注2) 先進国はMSCI WORLD、新興国はMSCI EMの国別指数に基づく（現地通貨ベース、配当後）。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査部作成

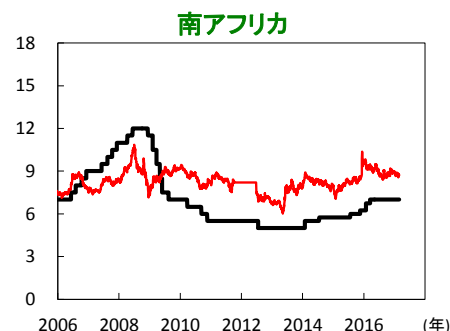
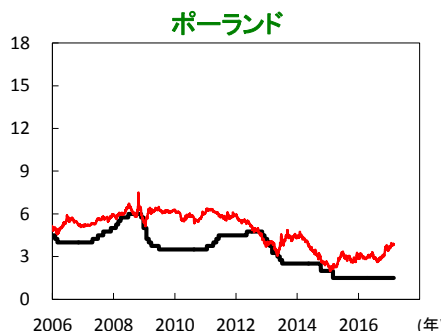
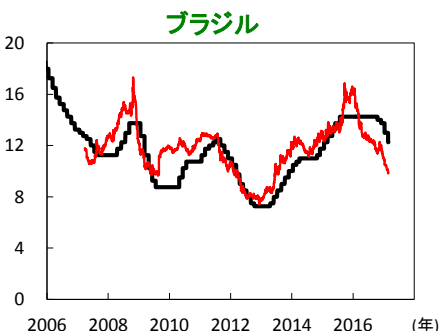
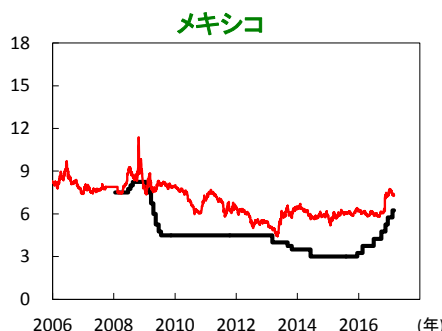
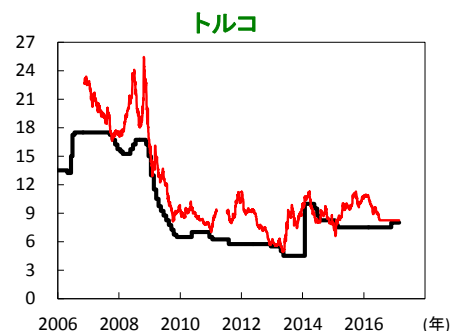
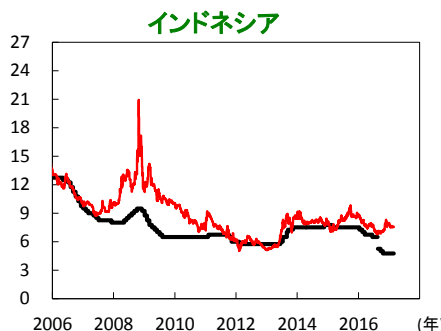
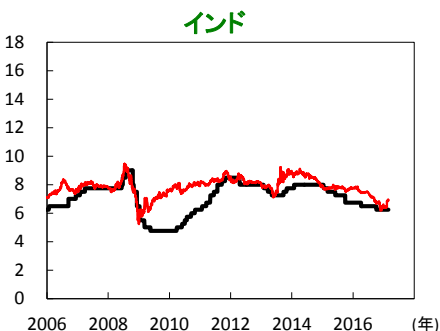
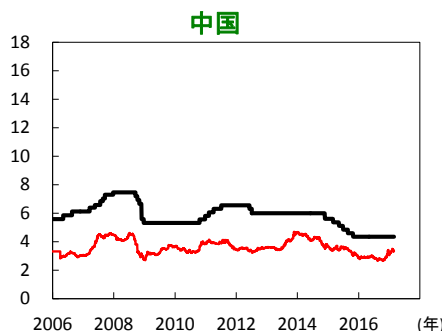
## ②金利：金利上昇は一服、米トランプ政権や欧州各国選挙の不透明感を反映か

(単位はすべて%)

先進国



新興国



注1) 政策金利は、日本：無担保コールレート（翌日物）、米国：FFターゲットレート、ユーロ圏：リファイナンス・レート、オーストラリア：キャッシュレートを使用。中国：1年もの最優遇銀行貸付金利、インド：RBIレボ金利、インドネシア：2016年8月18日までBI金利、以降は7日物リバース・レボ金利、トルコ：2010年5月18日まで翌日物借入金利、以降は1週間レボ金利、メキシコ：翌日物金利、ブラジル：SELIC金利誘導目標、ポーランド：2週間物レボ金利、南アフリカ：レボ金利を使用。

注2) 国債利回りは、ユーロ圏：ドイツの10年国債利回り、トルコ：2年国債利回り、ブラジル：2年国債利回り、南アフリカ：10年国債利回り（2011年10月5日～2012年6月26日は9年国債で代用）を使用。

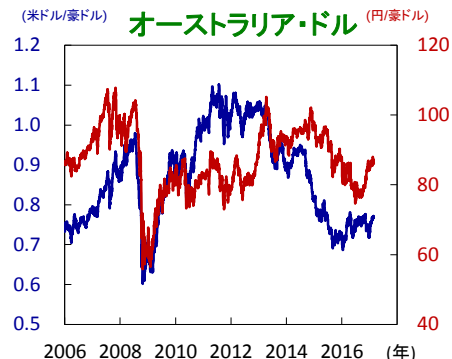
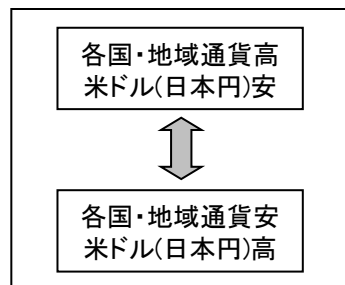
注3) 直近の米国の政策金利（FF金利誘導目標）は0.25～0.50%だがグラフ上は0.50%で表示、日本は2013年4月4日までが無担保コールレート（翌日物）、2016年9月21日以降は日銀当座預金のうち政策金利残高適用金利（▲0.1%）を図示。

注4) 直近値は2017年2月27日。注5) 一部データの欠損あり。

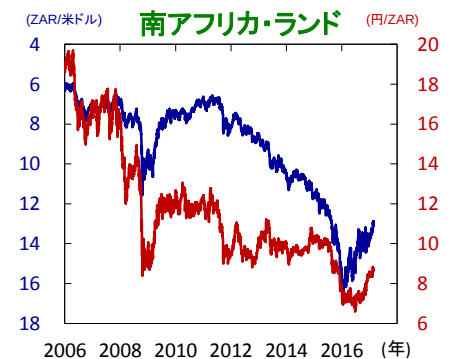
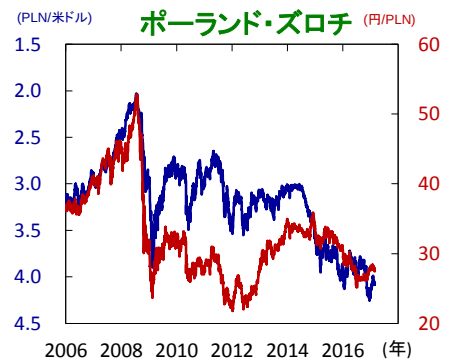
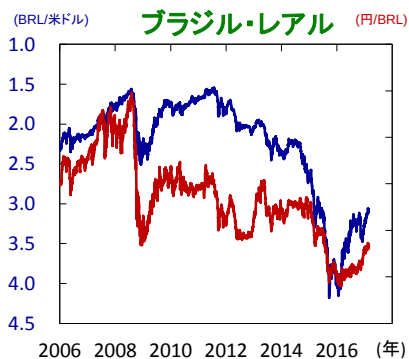
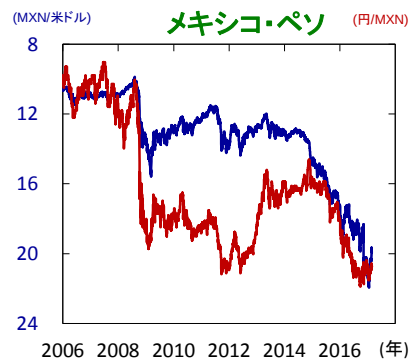
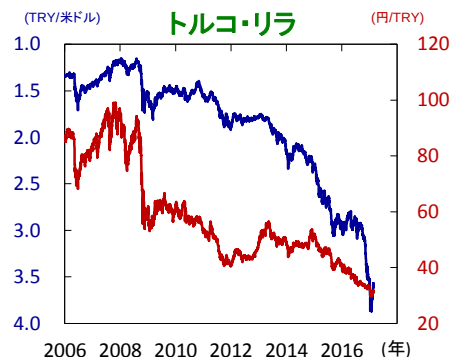
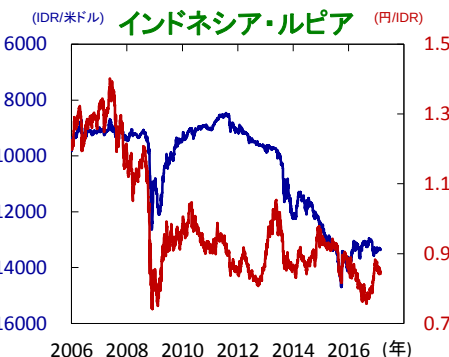
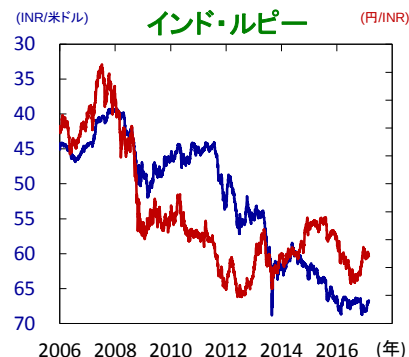
出所）Bloombergより当社経済調査部作成

# ③為替：景気回復色の強まりを背景に、対米ドルで上昇基調続く新興国通貨

先進国



新興国



注) 上段右図：豪ドル＝オーストラリアドル。直近値は2017年2月27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:

2017年2月27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    | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年  | 2016年 | 2017年 |
| 株式        | 地域別        | 日本          | ▲ 1.5   | 4.3   | 18.3  |        |       |       | ▲ 1.5  | 4.3   | 18.3  | 21.8  | 54.8  | 9.8   | 10.3   | ▲ 0.4 | 0.6   |
|           |            | 海外先進国       | 2.5     | 7.3   | 22.7  | 2.3    | 7.6   | 21.6  | 0.3    | 7.2   | 20.4  | 30.2  | 48.8  | 20.1  | ▲ 0.8  | 6.0   | 1.8   |
|           |            | 新興国         | 1.5     | 7.2   | 23.3  | 3.1    | 10.8  | 31.0  | 1.0    | 10.3  | 29.8  | 31.4  | 19.1  | 11.9  | ▲ 14.2 | 8.9   | 5.9   |
|           | 業種別        | 素材(景気敏感)    | ▲ 1.4   | 6.8   | 38.3  | ▲ 1.3  | 7.5   | 37.2  | ▲ 3.4  | 7.1   | 36.0  | 24.6  | 25.3  | 9.1   | ▲ 14.5 | 20.3  | 2.8   |
|           |            | エネルギー       | ▲ 4.0   | ▲ 0.5 | 26.0  | ▲ 4.1  | ▲ 0.0 | 24.4  | ▲ 6.2  | ▲ 0.5 | 23.2  | 15.3  | 40.2  | 2.7   | ▲ 21.8 | 24.9  | ▲ 9.0 |
|           |            | IT(情報技術)    | 3.9     | 10.4  | 32.1  | 4.0    | 10.4  | 31.8  | 1.9    | 10.0  | 30.7  | 26.6  | 50.7  | 30.4  | 5.6    | 9.3   | 6.4   |
|           |            | ヘルスケア       | 6.3     | 8.3   | 10.4  | 6.3    | 8.5   | 9.5   | 4.2    | 8.0   | 8.4   | 31.2  | 58.5  | 32.4  | 7.5    | ▲ 9.0 | 4.2   |
| 国債        |            | 日本          | 0.3     | ▲ 0.7 | ▲ 0.2 |        |       |       | 0.3    | ▲ 0.7 | ▲ 0.2 | 1.8   | 2.1   | 4.5   | 1.2    | 3.3   | ▲ 0.3 |
|           |            | 海外先進国       | 1.1     | 0.6   | ▲ 0.1 | 0.7    | 0.8   | ▲ 2.0 | ▲ 1.4  | 0.3   | ▲ 3.1 | 19.8  | 21.7  | 17.1  | ▲ 3.4  | ▲ 2.7 | ▲ 3.1 |
|           |            | 新興国(現地通貨建て) | 0.3     | 1.1   | 8.1   | 1.8    | 4.3   | 10.3  | ▲ 0.3  | 3.9   | 9.2   | 24.1  | 15.0  | 13.9  | ▲ 9.0  | 4.1   | ▲ 0.5 |
|           |            | 新興国(米ドル建て)  |         |       |       | 1.9    | 4.8   | 12.2  | ▲ 0.2  | 4.4   | 11.1  | 30.2  | 16.1  | 21.2  | 1.6    | 7.4   | ▲ 0.3 |
|           | ヘッジ有       | 海外先進国       |         |       |       |        |       |       | 1.0    | 0.3   | ▲ 1.3 | 4.9   | ▲ 1.5 | 9.4   | 0.6    | 1.4   | 0.1   |
|           |            | 新興国(米ドル建て)  |         |       |       |        |       |       | 1.8    | 4.3   | 9.8   | 17.2  | ▲ 5.7 | 7.0   | 0.8    | 7.9   | 3.1   |
| 社債        |            | 世界          | 投資適格    |       |       | 1.0    | 2.1   | 5.1   | ▲ 1.1  | 1.7   | 4.0   | 23.9  | 21.5  | 16.9  | ▲ 3.4  | 1.6   | ▲ 2.0 |
|           |            | ハイイールド      |         |       |       | 1.2    | 5.1   | 20.1  | ▲ 0.9  | 4.6   | 19.0  | 32.1  | 29.4  | 13.6  | ▲ 3.8  | 12.1  | ▲ 0.7 |
|           |            | 新興国         | 投資適格    |       |       | 1.5    | 2.8   | 7.7   | ▲ 0.6  | 2.4   | 6.6   | 26.0  | 19.5  | 19.3  | 0.2    | 3.6   | ▲ 1.4 |
|           |            | (米ドル建て)     | ハイイールド  |       |       | 1.6    | 5.4   | 21.6  | ▲ 0.4  | 4.9   | 20.4  | 33.9  | 21.9  | 12.9  | 3.8    | 14.9  | ▲ 0.0 |
| その他<br>債券 | 転換社債       | 先進国         | 0.9     | 4.1   | 17.4  | 1.0    | 4.2   | 16.7  | ▲ 1.1  | 3.7   | 15.5  | 25.1  | 38.6  | 17.5  | 1.6    | 5.0   | ▲ 0.0 |
|           |            | 新興国         | 2.3     | 2.8   | 4.5   | 2.1    | 3.0   | 3.4   | 0.0    | 2.5   | 2.3   | 28.6  | 33.9  | 15.5  | 4.3    | ▲ 5.9 | 0.4   |
|           | 物価連動<br>国債 | 先進国         |         |       |       | 0.9    | 2.2   | 4.7   | ▲ 1.2  | 1.7   | 3.5   | 19.7  | 16.6  | 17.8  | ▲ 4.3  | 1.3   | ▲ 2.4 |
|           |            | 新興国         |         |       |       | 5.5    | 14.3  | 31.6  | 3.4    | 13.8  | 30.5  | 30.6  | 6.3   | 15.6  | ▲ 18.8 | 20.4  | 4.8   |
| その他       | リート        | 先進国         |         |       |       | 3.7    | 8.3   | 12.9  | 1.6    | 7.8   | 11.8  | 36.3  | 24.6  | 37.1  | 1.6    | 4.2   | ▲ 0.3 |
|           |            | 新興国         |         |       |       | 5.1    | 11.3  | 15.4  | 3.0    | 10.9  | 14.3  | 49.5  | 9.4   | 22.8  | ▲ 17.2 | 5.5   | 2.2   |
|           | 商品         |             |         |       |       | ▲ 1.0  | 2.6   | 15.9  | ▲ 3.0  | 2.1   | 14.7  | 11.7  | 11.9  | ▲ 3.3 | ▲ 24.3 | 9.1   | ▲ 4.0 |

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&amp;P先進国REIT指数、リート(新興国)はS&amp;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。

2017年は2016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&amp;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3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 |
|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| <b>2/27</b>                                                    | <b>28</b>                                                                                                                                                                | <b>3/1</b>                                                                                                                                                                     | <b>2</b>                                                                                                            | <b>3</b>                                                                                                                                                      |             |
| (米) 1月 中古住宅販売契約指数<br>(米) 1月 耐久財新規受注                            | (日) 1月 鉱工業生産<br>(日) 1月 商業販売統計<br>(米) 10-12月期 実質GDP(2次速報)<br>(米) 12月 S&P/ケース・シーア<br>住宅価格指数<br>(米) 1月 卸売売上高<br>(米) 2月 消費者信頼感指数<br>(コンファレンス・ボード)<br>(仏) 10-12月期 実質GDP(2次速報) | (日) 10-12月期 法人企業統計調査<br>(日) 2月 新車登録台数<br>(米) 1月 建設支出<br>(米) 1月 個人所得・消費<br>(米) 2月 ISM(米供給管理協会)<br>製造業景気指数<br>(豪) 10-12月期 実質GDP<br>(中) 2月 製造業PMI(国家統計局)<br>(中) 2月 製造業PMI(マークイット) | (米) 2月 新車販売台数<br><br>(豪) 1月 住宅建設許可件数                                                                                | (日) 1月 家計調査<br>(日) 1月 労働関連統計<br>(日) 1月 消費者物価指数(総務省)<br>1月 消費者物価指数(日銀)<br>(日) 2月 消費者態度指数<br>(米) 2月 ISM(米供給管理協会)<br>非製造業景気指数<br>(伊) 10-12月期 実質GDP(2次速報)         |             |
| <b>6</b>                                                       | <b>7</b>                                                                                                                                                                 | <b>8</b>                                                                                                                                                                       | <b>9</b>                                                                                                            | <b>10</b>                                                                                                                                                     |             |
| (米) 1月 製造業新規受注<br><br>(豪) 1月 小売売上高                             | (米) 1月 貿易収支<br>(米) 1月 消費者信用残高<br><br>(欧) 10-12月期 実質GDP(確報)<br>(他) ブラジル 10-12月期 実質GDP                                                                                     | (日) 10-12月期 実質GDP(2次速報)<br>(日) 1月 経常収支<br>(日) 1月 景気動向指数<br>(日) 2月 銀行貸出<br>(日) 2月 景気ウォッチャー<br>(米) 1月 卸売売上高<br>(米) 2月 ADP雇用統計<br>(独) 1月 鉱工業生産<br>(他) ブラジル 1月 鉱工業生産               | (日) 1月 毎月労働統計<br>(日) 2月 マネーストック<br><br>(米) 2月 輸出入物価指数<br><br>(欧) 欧州中央銀行(ECB)理事会<br>(中) 2月 消費者物価指数<br>(中) 2月 生産者物価指数 | (日) 1-3月期 法人企業景気予測調査<br>(日) 2月 企業物価指数<br><br>(米) 2月 雇用統計<br>(米) 2月 月次財政収支<br><br>(仏) 1月 鉱工業生産<br>(英) 1月 鉱工業生産<br>(他) ブラジル 2月 消費者物価(IPCA)                      |             |
| <b>13</b>                                                      | <b>14</b>                                                                                                                                                                | <b>15</b>                                                                                                                                                                      | <b>16</b>                                                                                                           | <b>17</b>                                                                                                                                                     |             |
| (日) 1月 機械受注統計<br>(日) 1月 第3次産業活動指数<br><br>(伊) 1月 鉱工業生産          | (米) 2月 生産者物価<br>(米) 連邦公開市場委員会(FOMC)<br>(~15日)<br><br>(欧) 1月 鉱工業生産<br>(独) 3月 ZEW景況感指数<br>(中) 2月 鉱工業生産                                                                     | (日) 日銀金融政策決定会合(~16日)<br>(日) 1月 製造工業 稼働率指数<br>(米) 1月 企業売上高・在庫<br>(米) 2月 消費者物価<br>(米) 2月 小売売上高<br>(米) 3月 全米住宅建築業協会<br>(NAHB)住宅市場指数<br>(米) 3月 ニューヨーク連銀景気指数<br>(豪) 3月 消費者信頼感指数     | (日) 黒田日銀総裁定例記者会見<br><br>(米) 2月 住宅着工・許可件数<br>(米) 3月 フィアールフィア連銀景気指数<br>(豪) 2月 雇用統計                                    | (米) 2月 鉱工業生産<br>(米) 3月 ミシガン大学<br>消費者信頼感指数(速報)                                                                                                                 |             |
| <b>20</b>                                                      | <b>21</b>                                                                                                                                                                | <b>22</b>                                                                                                                                                                      | <b>23</b>                                                                                                           | <b>24</b>                                                                                                                                                     |             |
|                                                                | (米) 10-12月期 経常収支<br><br>(英) 2月 消費者物価指数<br>(英) 2月 生産者物価指数                                                                                                                 | (日) 日銀金融政策決定会合議事要旨<br>(1/30~31分)<br>(日) 2月 貿易統計<br><br>(米) 2月 中古住宅販売件数                                                                                                         | (米) 2月 新築住宅販売件数<br><br>(独) 4月 GfK消費者信頼感指数                                                                           | (米) 2月 耐久財新規受注<br><br>(仏) 10-12月期 実質GDP(確報)                                                                                                                   |             |
| <b>27</b>                                                      | <b>28</b>                                                                                                                                                                | <b>29</b>                                                                                                                                                                      | <b>30</b>                                                                                                           | <b>31</b>                                                                                                                                                     |             |
| (日) 日銀金融政策決定会合主な意見<br>(日) 2月 企業向けサービス価格<br><br>(独) 3月 ifo景況感指数 | (米) 1月 S&P/ケース・シーア住宅価格指数<br>(米) 2月 卸売売上高<br>(米) 3月 消費者信頼感指数<br>(コンファレンス・ボード)                                                                                             | (日) 2月 商業販売統計<br><br>(米) 2月 中古住宅販売契約指数                                                                                                                                         | (米) 10-12月期 実質GDP(確報)<br><br>(他) ブラジル 2月 失業率<br>(中) 3月 製造業PMI(国家統計局)<br>(英) 10-12月期 実質GDP(確報)                       | (日) 2月 鉱工業生産<br>(日) 2月 家計調査<br>(日) 2月 労働関連統計<br>(日) 2月 消費者物価指数(総務省)<br>2月 消費者物価指数(日銀)<br>(米) 2月 個人所得・消費<br>(米) 3月 ミシガン大学<br>消費者信頼感指数(確報)<br>(欧) 3月 製造業PMI(速報) |             |

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

## 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、投資者のみなさまの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さまに帰属します。

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こと、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、市場実勢が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：2017年2月28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、見通ししないし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おりません。
- 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。
- 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に対する著作権およびその他の知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。

The BofA Merrill Lynch Japan Government Index、The BofA Merrill Lynch Global Government Excluding Japan Index、The BofA Merrill Lynch Global Government Excluding Japan Index（円ヘッジベース）、The BofA Merrill Lynch Developed Markets Global 300 Convertible Index、The BofA Merrill Lynch Emerging Markets Global 300 Convertible Index、The BofA Merrill Lynch Global Corporate Index、The BofA Merrill Lynch Global High Yield Index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。BofAメリルリンチは（指数名）を参照して行われる当社の事業活動・サービスに関し一切の責任を負いません。

J.P. Morgan EMBI Global Diversified、J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified、J.P. Morgan GBI-EM Broadの情報は信頼性があると信じるに足る情報源から得られたものですが、J.P.モルガンはその完全性または正確性を保証するものではありません。（指数名）は使用許諾を得て使用しています。J.P.モルガンによる書面による事前の承諾なく（指数名）を複写、使用、頒布することは禁じられています。Copyright © 2017 J.P. Morgan Chase & Co. 無断複写・転載を禁じます。

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指数はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックス（S&P DJI）の商品であり、これを利用するライセンスが三菱UFJ国際投信株式会社に付与されています。S&P DJIはS&P先進国REIT指数の誤り、欠落、または中断に対して一切の責任を負いません。S&P新興国REIT指数はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックス（S&P DJI）の商品であり、これを利用するライセンスが三菱UFJ国際投信株式会社に付与されています。S&P DJIはS&P新興国REIT指数の誤り、欠落、または中断に対して一切の責任を負いません。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