

I. 主要国の投資環境見通し	p.1-12
①米国	4月もトランプ政権から目が離せない	... 1-2
②欧州	4月23日、フランス国民が求めるのは安定か、FREXITか？	... 3-4
③日本	好循環にある日本経済、構造改革の断行で真のデフレ脱却を	... 5-6
④オーストラリア	2016年10-12月期GDPは予想を上回る。商品市況は依然として堅調。	... 7-8
⑤中国	インフラ投資に依存した景気回復が当面続く見込み	... 9-10
⑥為替	米国景気・金利先高感を考慮すれば円高リスク限られるも、トランプ政権動向は要注意	... 11-12
II. 国際金融市場の動向	p.13-15
①株式	... 13	
②金利	... 14	
③為替	... 15	
III. 金融・商品市場のパフォーマンス	p.16
IV. 2017年4月の主要な政治・経済日程	p.17

I. 主要国の投資環境見通し ①米国：4月もトランプ政権から目が離せない

● 財政を取り巻く難題は多く、政権の政策実行力に注視

トランプ政権は24日、党内調整をはかれず、オバマケア代替法案の採決を撤回し、より党内支持を得易い税制改革に軸足を移すと明言。財政政策が進展するとの楽観的観測から市場期待は保たれたものの、政権の政策遂行力への疑念は深まっています。議会共和党は財政規律を重視し、政権は大幅減税と債務増加抑制のバランスが取れた政策立案を求められ、困難な調整が必至です。加えて、3月16日以降債務上限の適用が再開し(図1左)、秋頃までに引上げの議会採決が必要なことも、財政拡張への制約圧力を高めそうです。

また、4月28日には2017財政年度暫定予算の期限が到来。政権が3月16日に議会提出した2018財政年度予算概要(裁量的支出のみ)は、国防費の大幅増額と非国防費の同額削減を計上し、財政中立の内容とする一方、国防費の増額やメキシコ国境の壁建設費用の一部を2017年度予算に組み込んでいます(図1右)。4月29日までに同費用増額を含めた新暫定予算案の可決が必要となり、議会対立による政府機関の一部閉鎖が発生する可能性が警戒されます。

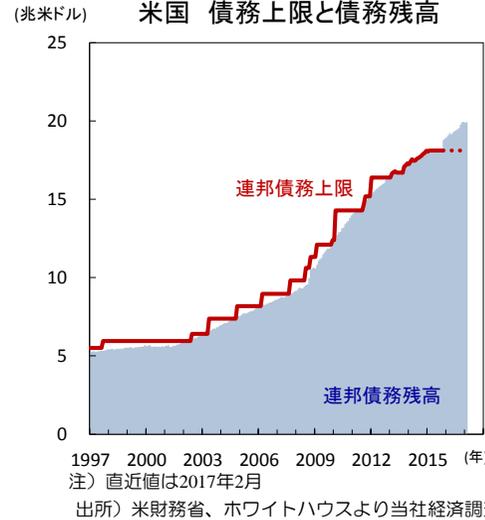
4月には通商政策も明確になる見通しです。月初にはトランプ大統領と中国の習主席の会談、中旬には第1回日米経済対話が予定されています。さらに財務省による主要貿易相手国の為替報告書が月中旬に公表されます。旺盛な内需を背景に足元では貿易赤字が拡大しています(図2)。2国間交渉主導で自国利益を最優先とする保護主義的姿勢が強く打ち出されるか注目されます。

● 経済拡大を支える内需は安定、インフレ加速には要注意

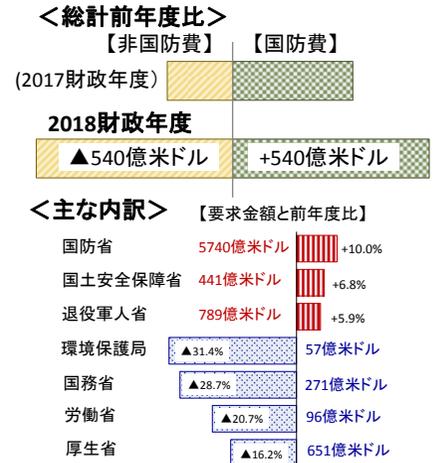
3月のFOMC(連邦公開市場委員会)は、良好な経済環境を背景に、FF金利の誘導目標を0.75-1.0%に引き上げました。内需の両輪をなす家計・企業活動は共に好調です。企業マインドは増勢を強め、製造業生産の回復基調は鮮明さを増しています(図3)。家計の所得環境や心理は持続的に上向き、天候要因や税還付遅延を主因とする消費の足踏みは解消される見込みです(図4)。住宅市場の見通しは明るく、供給不足の解消に伴う更なる拡大が期待されます(図5)。こうした中、労働市場は引き締まり賃金上昇圧力を高めつつあります(図6)。目下最大の懸念事項はインフレへの波及であり、急加速すれば、急激な金融引締めを余儀なくされる可能性があり注視が必要です。(吉永)

【図1】 財政政策に立ちはだかる財政規律の壁

米国 債務上限と債務残高

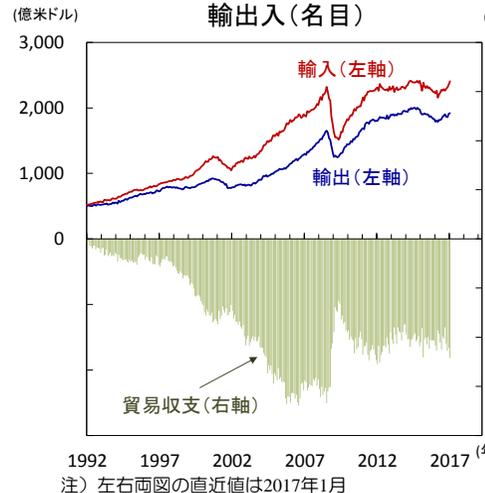


米国 2018財政年度予算概要
(裁量的支出、2017年3月16日議会提出)

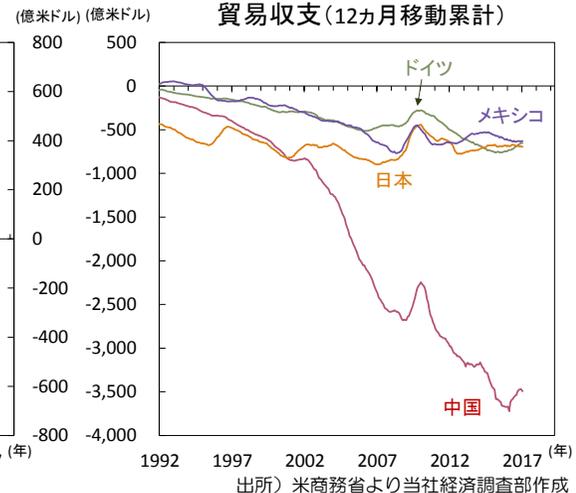


【図2】 国内需要の強さを背景に貿易赤字は拡大

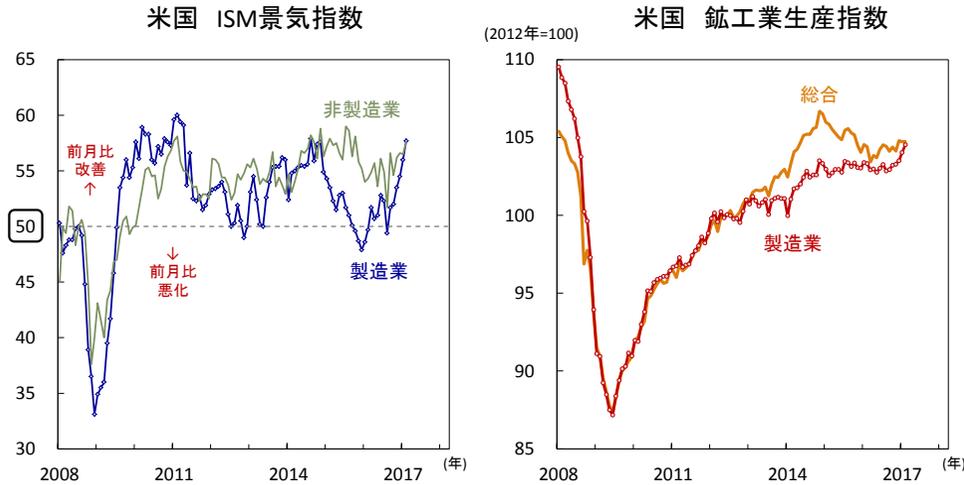
米国 貿易収支と
輸出入(名目)



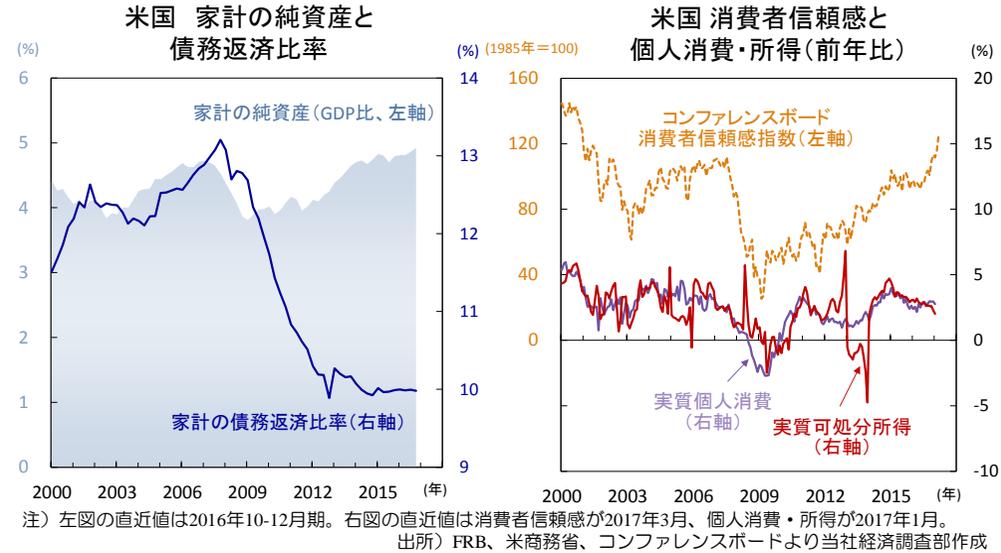
米国 対米貿易黒字上位国との
貿易収支(12ヵ月移動累計)



【図3】米国製造業の回復が鮮明に

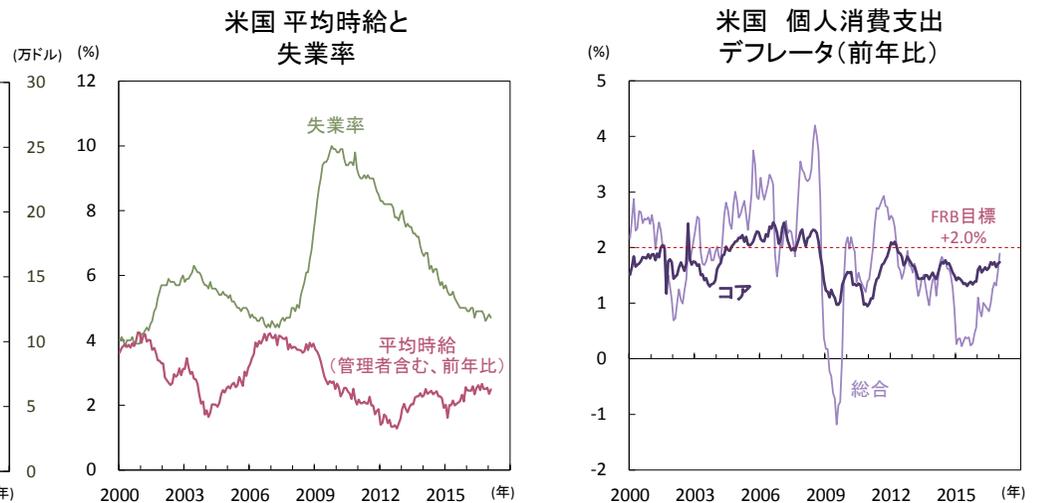
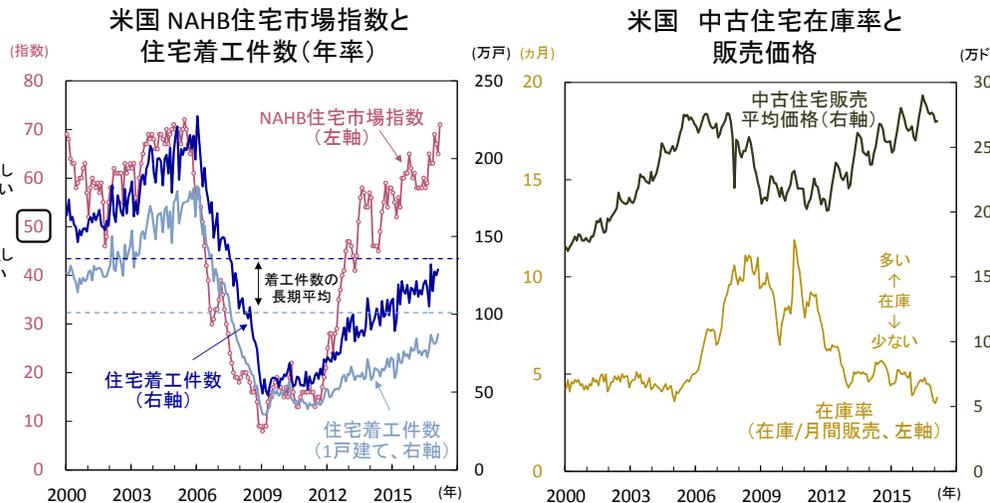


【図4】家計の所得環境・心理は明るく、消費を下支え



【図5】住宅市場は需給が逼迫、更なる拡大の余地を唆

【図6】賃金上昇率の加速がインフレへ波及か



②欧州：4月23日、フランス国民が求めるのは安定か、FREXITか？

● ECBは忍耐強く金融緩和姿勢を維持

3月9日に実施されたECB（欧州中央銀行）理事会では金融政策は量・金利共に据え置き、ドラギECB総裁は現行の金融緩和姿勢維持を再表明した他、ユーロ圏景気・物価見通しについては一部上方修正し、楽観的見方を示しました（図1）。

こうした中、足元ではユーロ圏消費者物価上昇率（HICP）が前年比+2.0%と、ECBが目標とする水準を超えました（3月31日発表の3月HICPは同+1.8%の市場予想）。しかし、ECBは金融緩和姿勢を解除、正常化へ向け引き締めへと舵を切ることはないでしょう。HICPの上昇は、前年に比べ上昇したエネルギー価格の影響で持続性に乏しいためです。労働需給に焦点を絞りと考えると、一般に持続的な物価上昇には労働需給の逼迫、「実際の失業率<物価に中立な失業率」による賃金上昇圧力を要します。既に物価に中立（加速させない）な失業率に達した米国は、今後の物価加速を警戒し金融政策の正常化を急ぐ一方、ユーロ圏がこの水準（図2：実際の失業率と物価に中立な失業率の差（横軸）として作図）に到達するのは相当先、ECBは忍耐強く金融緩和姿勢を維持し労働需給逼迫を待つとみられます。先行指標の企業景況感が示唆する景気加速（図3）は、労働需給の早期逼迫を期待させる好材料、特に景気優等生入り真近のスペインが期待されます。

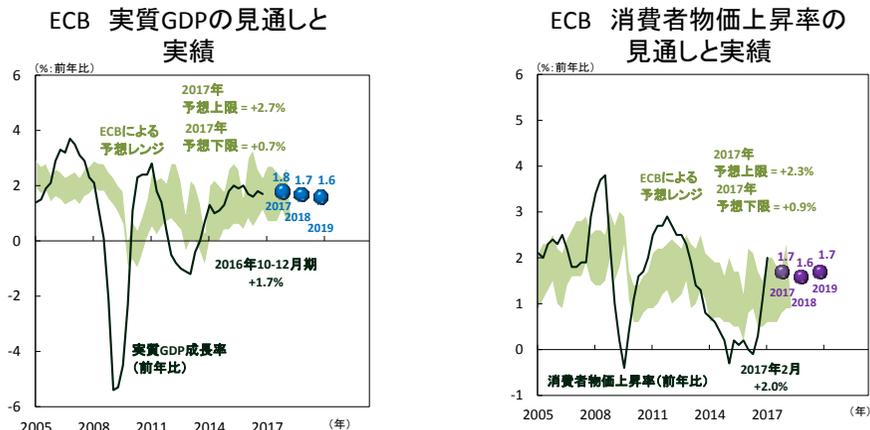
● しかしECBには頭痛の種も

欧州民間金融機関の米ドル資金調達環境に異変か？

ただしECBは今後訪れるフランス、ドイツ等の政治環境変化に悩まされることになりそうです。ECBがユーロ圏民間金融機関へ貸し出すドル資金供給オペレーションで僅かながら異変ともとれる事象が起きているためです（図4左）。

通常、民間金融機関は主に銀行間市場で日々必要なドル資金を調達、もしくは運用しますが、自らの信用力で変化する調達コストや担保状況等を勘案し中央銀行から調達を行う場合もあります。過去、世界同時金融危機や欧州債務問題時には市場の流動性は枯渇し、ドル資金調達に窮した民間金融機関はECBのドル供給オペに頼りました。足元のドル供給オペによる調達額の急増は、民間金融機関が4-5月のフランス大統領選での思わぬ結果を危惧しこれに備えている、ないしは既に一部でドル流動性が枯渇している可能性を示唆しているともいえます。

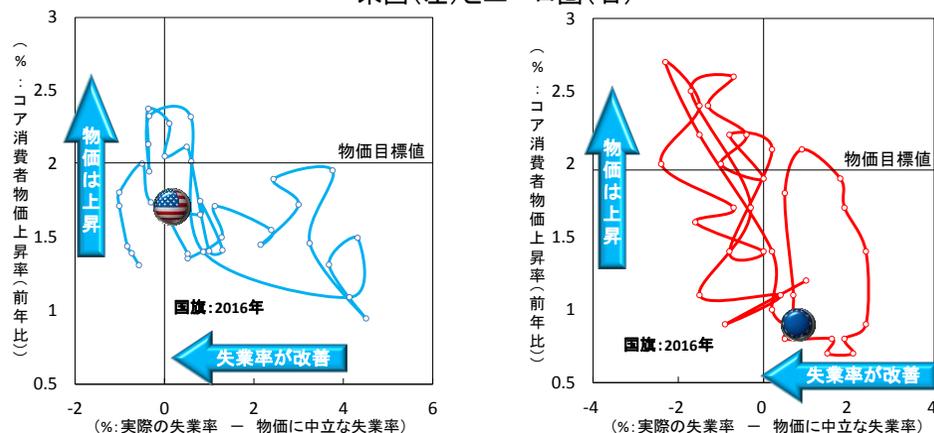
【図1】ECBはユーロ圏景気、物価見通しに楽観的



注) ECBによる予想レンジは、四半期毎にECBが公表する次年の予想値の上下限を表示。ドットの数値は2017年3月9日に公表された実質GDP成長率（前年比）、消費者物価上昇率（前年比）の予想中央値。出所) ECBより当社経済調査部作成

【図2】米国は物価加速に向けスタンバイ、ユーロ圏はまだ先

実際の失業率と物価を加速させない失業率、及び消費者物価との関係
米国(左)とユーロ圏(右)



注) データは視認性考慮し年次（1998年～2016年）。直近値は2016年。出所) Thomson Reuters Datastreamより当社経済調査部作成

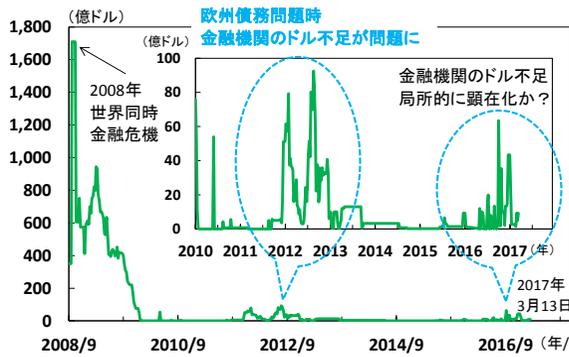
● いよいよフランス大統領選 - 命運握る敗者票と棄権票

そのフランス大統領選はいよいよ4月23日に実施されます。3月20日の大統領選立候補者によるTV討論会は勝者なし、どの候補も有権者を惹きつける魅力に欠けました。3月15日のオランダ議会選挙も、EU（欧州連合）離脱を謳い下馬評高かった極右自由党は、議席を増やすも（12→20議席）政権奪取は叶わず、フランスで同じ極右の国民戦線ルペン候補への追い風とはなりませんでした。

4月23日の第一回投票は、世論調査で優勢のルペン氏とその対抗馬を決める選挙となります。その最有力は中道派のマクロン候補、次いで不祥事に見舞われた右派共和党フィヨン候補です。但し、決選投票の行方は極めて不透明です。第一回投票で敗れた候補に投票した有権者（敗者票）が決選投票でどう行動するか、予測が難しいためです。フランス大統領選の行方は、この敗者票と棄権票の行方が鍵となります（図5）。マクロン、フィヨン候補いずれかの勝利は金融市場に安定をもたらし、ルペン氏勝利は6月下旬選での国民戦線躍進、FREXIT（フランスのEU離脱）をも市場に危惧させましょう。また、市場の流動性枯渇から各通貨の対ドルヘッジコストを押し上げましょう。（徳岡）

【図4】金融市場が混乱すればドル調達に窮する場面も

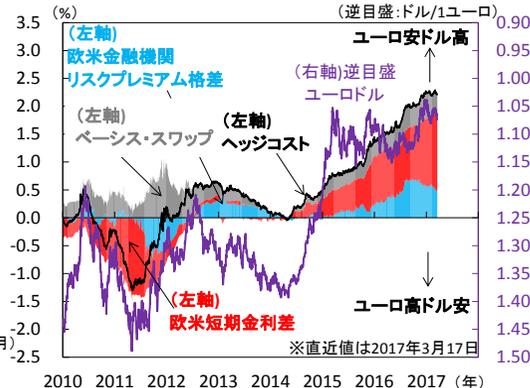
ECB ドル資金供給オペレーション(1週間物)



注) 左図内の小図は、2010年1月以降を拡大表示したもの。右図、欧米金融機関リスクプレミアム格差は1年物のLiborとOIS金利の欧米格差とした。

出所) ECB, Thomson Reuters Datastreamより当社経済調査部作成

ユーロドル ヘッジコスト



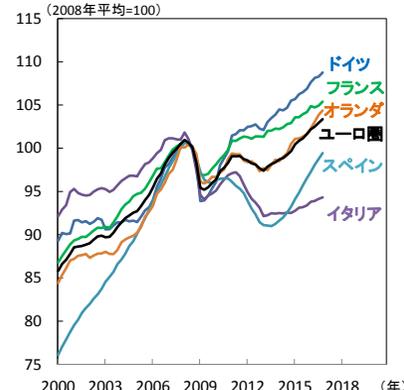
注) 直近値は2017年3月17日

【図3】ユーロ圏景気は加速か？スペインが優等生入り真近

ユーロ圏実質GDP実績
予想と景況感(新規受注)



ユーロ圏実質GDPの変化

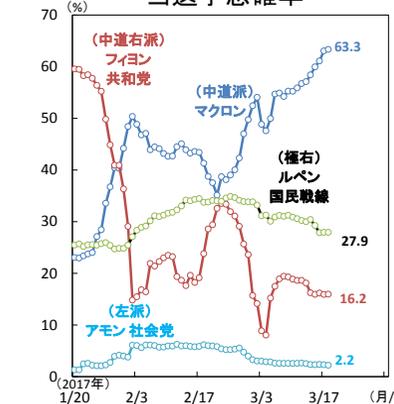


注) 左図予想は当社経済調査部による。直近値は右図ユーロ圏コンポジットPMI新規受注は2017年2月、ユーロ圏実質GDP、及び右図は2016年10-12月期。

出所) Thomson Reuters Datastreamより当社経済調査部作成

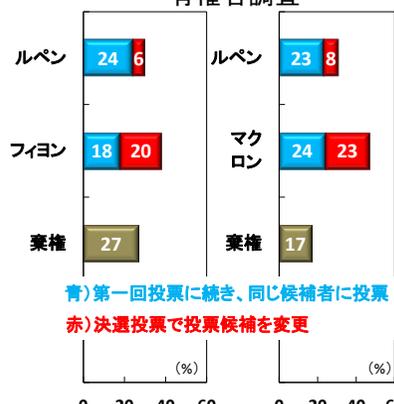
【図5】フランス大統領選の鍵握る敗者票、棄権票

仏大統領選主要候補者
当選予想確率



注) 上記データは、ブックメーカー (oddschecker) によるオッズに基づく当選確率で、世論調査の結果とは異なる。また、各候補毎に個別に予想確率が計算されているため、合計は100%にならない。直近値は2017年3月16日。出所) Bloombergより当社経済調査部作成

仏大統領選決選投票(5月7日)
有権者調査



注) サンプル数は1500。2017年3月調査。

出所) 各種報道より当社経済調査部作成

③日本：好循環にある日本経済、構造改革の断行で真のデフレ脱却を

● 景気は企業部門主導で拡大へ

2016年10-12月期の実質GDPは前期比年率で+1.2%と4四半期連続で増加、項目別にみると外需と設備投資が成長率を押し上げています（図1）。輸出は世界経済の拡大を背景に大きく伸びており、国内生産も上昇軌道にあります。輸出の増加で在庫が減少し、生産拡大につながるという初期の景気拡大循環に入っており、機械受注が増加傾向にあることから当面景気拡大が継続する見込みです（図2）。家計は消費に慎重な姿勢がみられますが、雇用・所得環境の改善により景気への力強さは増すと考えています。

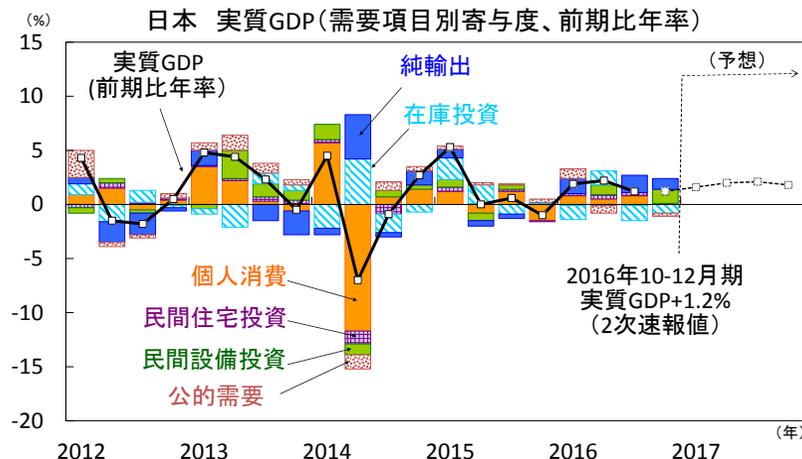
鉱工業生産は消費税率引き上げ前の2014年1月の水準を下回るものの、全国の住宅地価格は9年ぶりに前年比で上昇に転じました。また株価も1989年12月の平成バブル崩壊以降の最高安値の半値水準に向けて上昇しており、デフレ脱却への動きが続いています（図3）。1990年以降の平成バブル崩壊による資産価格の大幅な下落、債務負担の増加、長期的な成長率の低下による過剰設備、雇用、債務の調整に日本経済は苦しみながら対応してきました。

● デフレ脱却への道筋は開かれたが大胆な構造改革が必要

しかし、調整期間に失われたものは大きかったといえます。日本経済は少子高齢化が進行しており、生産年齢人口が1995年をピークに減少しているため、労働力人口も減少しています。過剰設備の圧縮のため投資は伸びず、日本の労働生産性は主要国に比べ伸び悩んでいます。また過剰雇用の調整が行われたため賃金は減少傾向をたどり、主要国とは対照的な姿です（図4）。

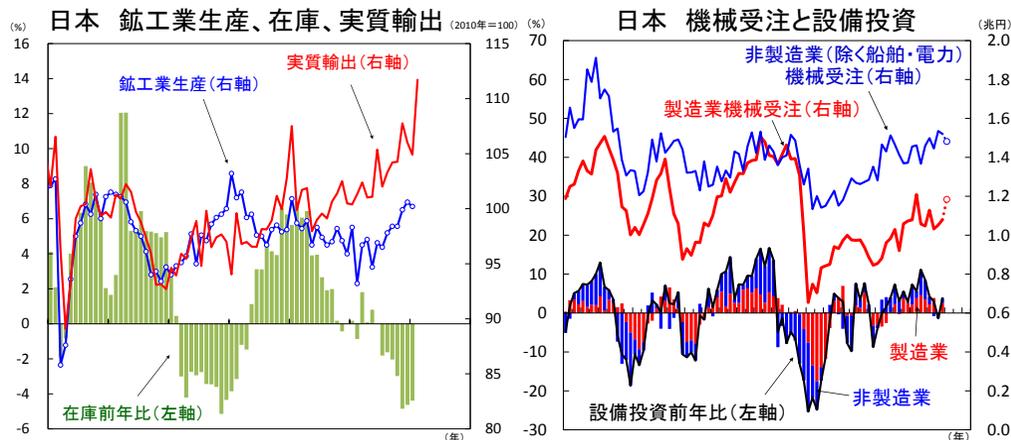
日本経済が低成長から脱却する方法は絞られます。海外からの労働力を大量に受け入れるのか、技術革新により長期的に生産性を引き上げていくのかという事になります。特に日本のサービス業は労働生産性改善の余地が大きいにあります（図5）。AI（人工知能）やロボットを活用した新型物流センターへの投資など、一部の企業で既に”第4次産業革命“への対応が進んでいます。現在の株価は企業の成長性というよりも量的金融緩和で押し上げられている面も大きいと考えられます（図6）。官民連携で技術革新を通じて生産性を高めていく姿勢に、海外投資家は注目しているといえます。（向吉）

【図1】 昨年10-12月期の実質GDPは4四半期連続で前期比増



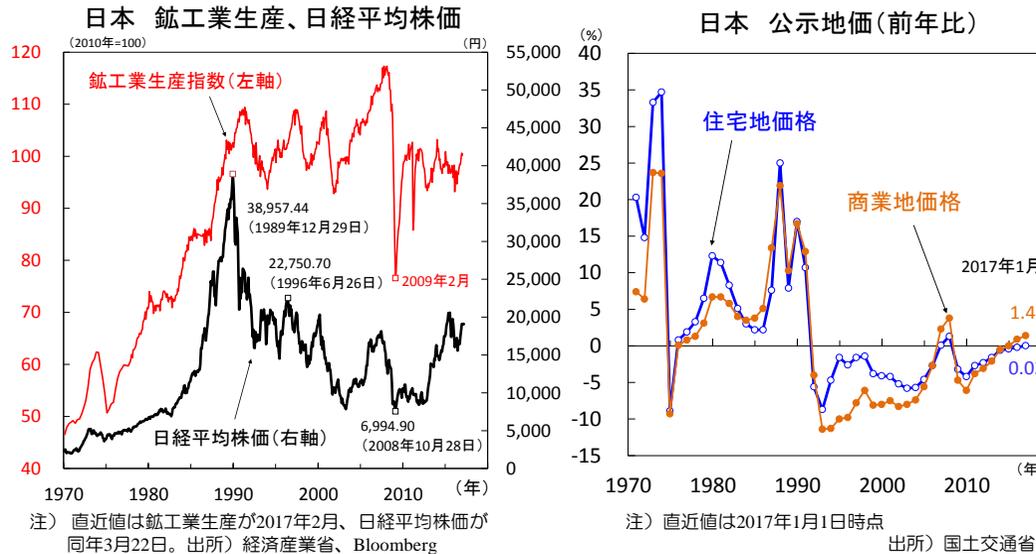
注) 2017年1-3月期から2017年10-12月期までが当社経済調査部の予想値。
出所) 内閣府より当社経済調査部作成

【図2】 企業部門主導の景気回復、輸出→生産→設備投資

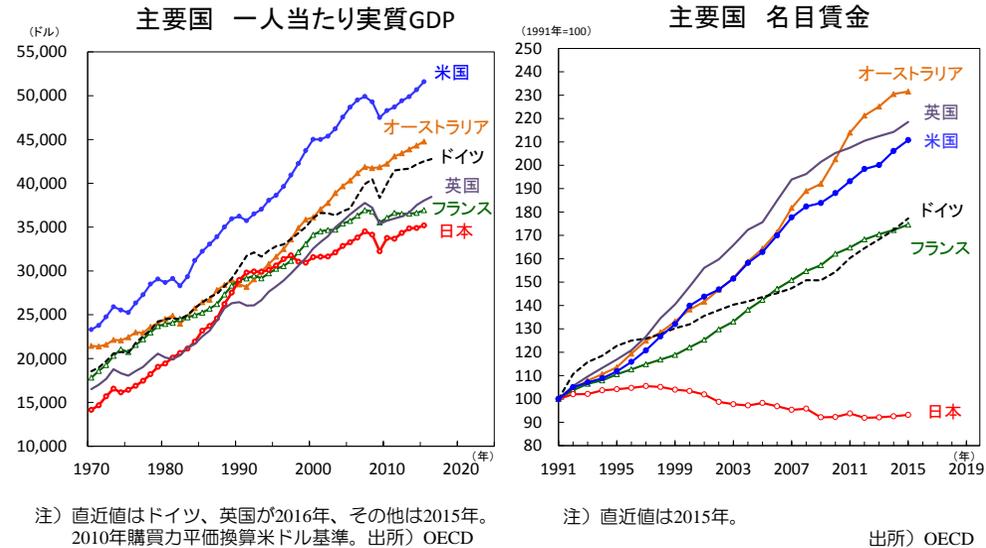


注) 直近値は実質輸出が2017年2月、鉱工業生産・在庫が同年1月。出所) 財務省、日銀、経済産業省
注) 直近値は2016年10-12月期実績、機械受注は2017年1-3月期(点線)は内閣府見通し。出所) 内閣府、財務省

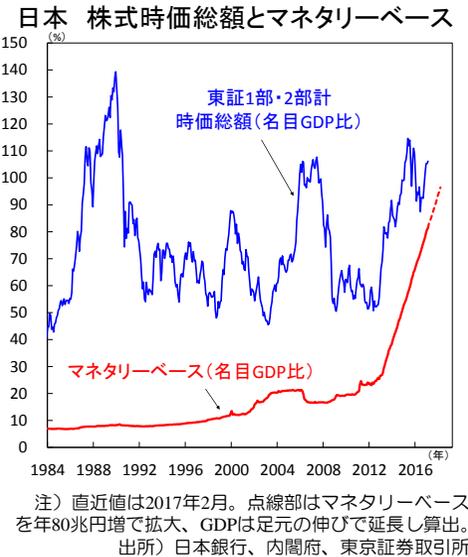
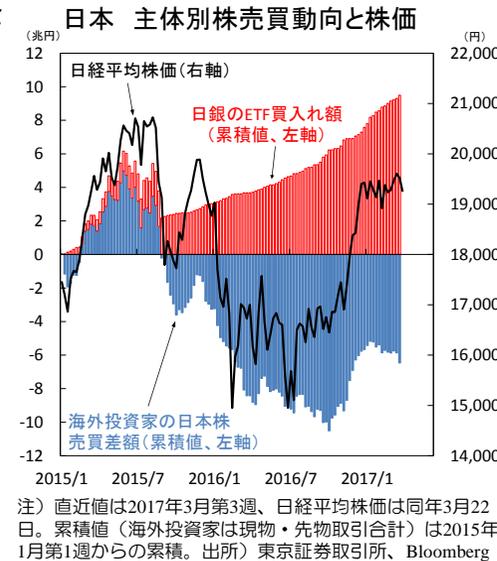
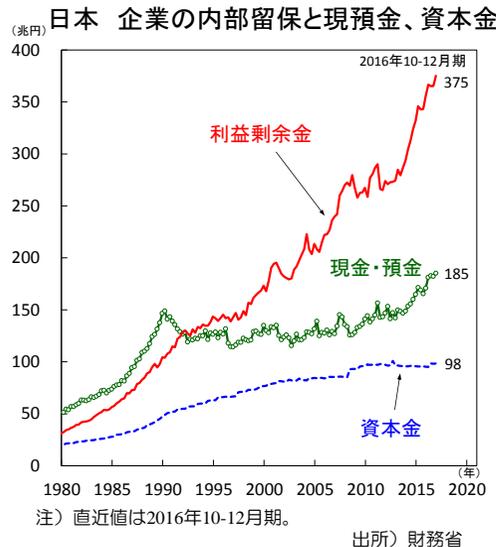
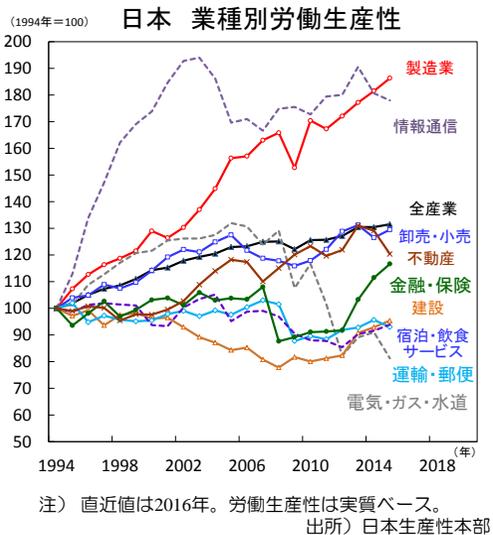
【図3】資産デフレからの脱却を目指す日本経済



【図4】平成バブル崩壊後の“失われた20年”で衰退した成長力



【図5】復活する鍵は非製造業の生産性向上と余剰資金の活用 【図6】量的緩和が押し上げる株価、構造改革は待ったなし



④オーストラリア：2016年10-12月期GDPは予想を上回る。商品市況は依然として堅調。

● 前回のマイナス成長が一時的要因と再確認される

2016年10-12月期の実質GDP成長率は、在庫投資を除く全項目でプラス寄与となり、前期比年率+4.4%（前年比+2.4%）と2016年7-9月期の同▲1.9%からプラスに転じ、テクニカル・リセッション（景気後退、2四半期連続のマイナス成長）を回避しました（図2左）。そのため7-9月期のマイナス成長は一時的要因（前期に急増した公的需要の反動減、悪天候による民間住宅投資減）であることが再確認される結果となっています。2月の企業景況感は9.3と1月（16.3）からは鈍化しましたが、依然として堅調を維持しています（図2右）。

2016年10-12月期の住宅価格（豪統計局）は、市場予想（+6.3%）・7-9月期（+3.5%）を上回る、前年比+7.7%となりました（図5左）。また民間調査会社コア・ロジックが公表した2月の住宅価格も前年比+11.67%と堅調で、やや住宅市場に過熱感がみられます。一方で、先行性のある住宅建設許可件数は1月が前年比▲12.0%と鈍化（図5右）しており、今後は価格も沈静化していくとみえています。沈静化しない場合には、銀行の融資に対する制度変更（リスクウェイトの引き上げ等）が行われるとみえており、利上げはインフレ率が依然ターゲットを下回っているため可能性は低いと考えています。

● インフレ率は目標を下回ると予想。商品価格は堅調を維持。

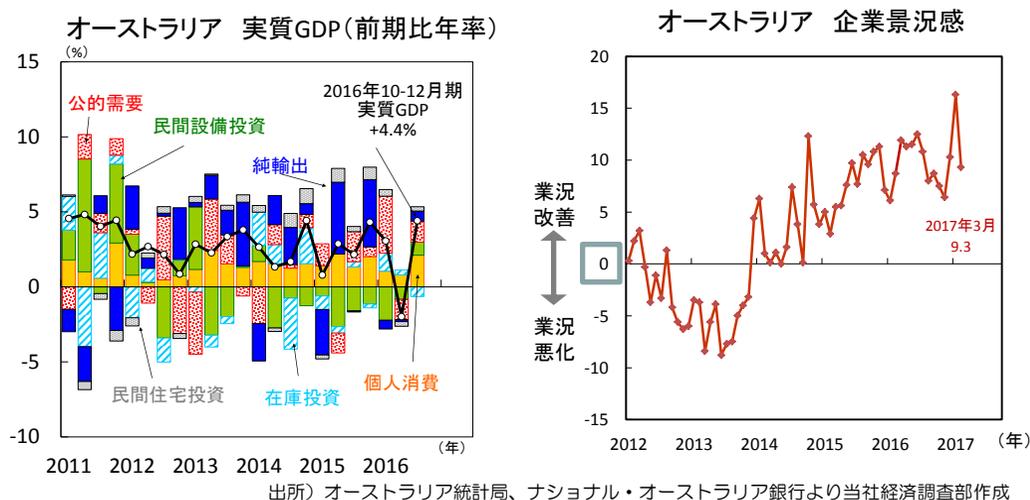
4月26日には、2017年1-3月期の消費者物価が発表されます（図3左）。雇用市場の改善はパートタイム中心に進んでおり（図4右）、賃金はまだ上昇基調にはないため（図3右）、インフレ率も引き続き中銀のターゲットを下回ると考えます。改善していた失業率ですが、2月は5.9%と市場予想（5.7%）・前月（5.7%）を上回り悪化しているため、少し注意は必要です（図4左）。

年初来の豪ドル高を支えている要因の一つが堅調な商品価格です（図6左）。主要輸出先の中国では、鉄鋼石の港湾在庫が統計開始以来の高水準まで上昇していますが（図6右）、依然としてオーストラリアからの輸入は堅調です。背景は鉄鉱石の質にあります。中国当局は、一般市民へのアピールとして環境対策を行っており、環境への悪影響が小さい高品質なオーストラリア産の需要は、在庫が積みあがっても強く、商品価格を支えています。（永峯）

● 【図1】 投機マネーは年始から買いポジションを増やす

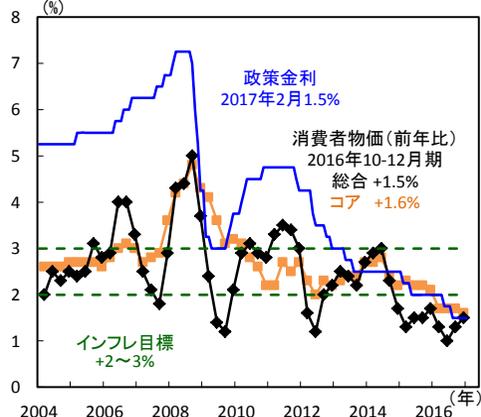


● 【図2】 一時的要因によるマイナス成長からプラス成長に戻る



【図3】賃金上昇率は未だ下落基調で物価上昇圧力は限定的

オーストラリア インフレ率と政策金利



注) コアはガソリンや生鮮食品など変動の大きい項目を除いた指数。時間当たり賃金の直近値は、2016年10-12月期。

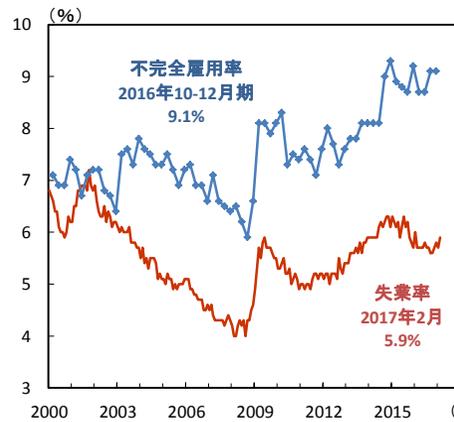
出所) オーストラリア中銀、オーストラリア統計局、オーストラリア政府より当社経済調査部作成

オーストラリア 時間当たり賃金 (前年比)



【図4】失業率は低下基調も雇用増加はパートタイム中心

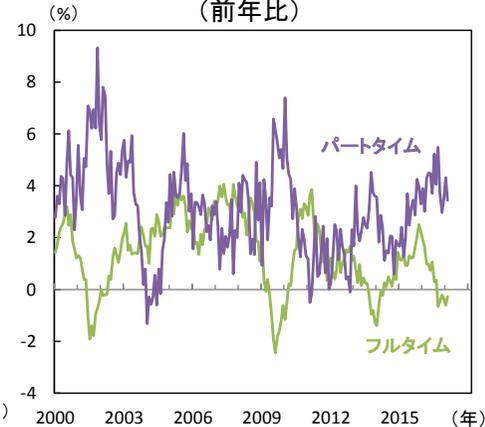
オーストラリア 失業率・労働参加率



注) 直近値は、不完全雇用率は2016年10-12月期時点、失業率は2017年2月、右図の直近値は2017年2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。

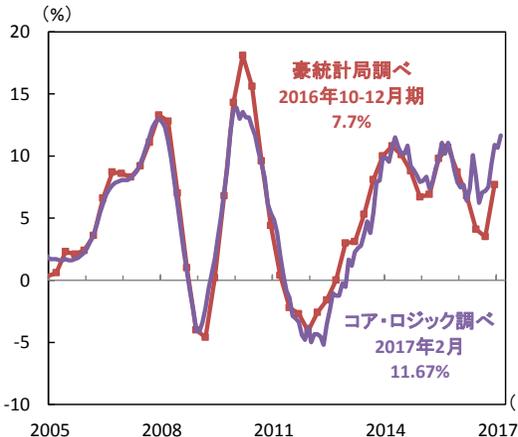
出所) オーストラリア統計局より当社経済調査部作成

オーストラリア 雇用者数変化 (前年比)



【図5】住宅建設許可件数は減少し、今後は住宅価格も鈍化？

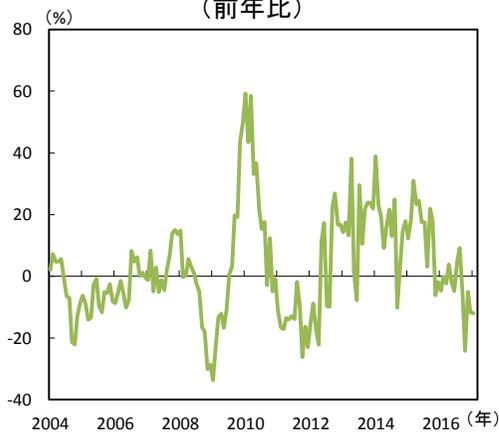
オーストラリア 住宅価格



注) 住宅建設許可件数は2017年1月。

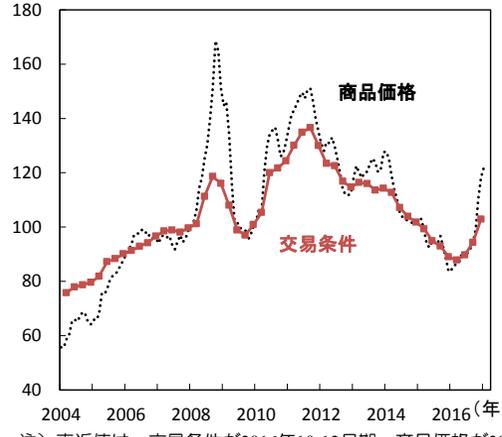
出所) オーストラリア統計局、コア・ロジックより当社経済調査部作成

オーストラリア 住宅建設許可件数 (前年比)



【図6】主要輸出先の中国で資源在庫が増すも需要は強い

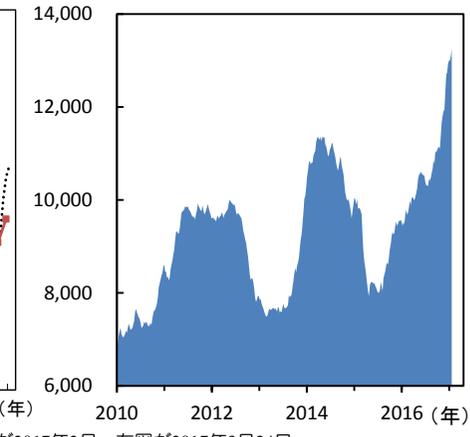
資源価格



注) 直近値は、交易条件が2016年10-12月期、商品価格が2017年2月、右図が2017年3月24日。交易条件は2014年7-9月期と2015年4-6月期、商品価格は2012-2013年で指数化。商品価格は豪ドル建てで輸出品目の価格を輸出ウエイトで加重平均した値。

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

(万吨) 中国 鉄鉱石港湾在庫



⑤中国：インフラ投資に依存した景気回復が当面続く見込み

● 2017年の景気は無難なスタート、ただしインフラ投資頼み

2月の企業PMIは製造業で上昇、非製造業（サービス業）で低下も全体では景気安定を印象付けました（図1）。春節休暇で2月末公表だった主要景気指標も出揃い、鉱工業生産（前年比）は12月:+6.0%→1-2月:+6.3%と底固めを示唆しました（図2）。ただし、外需に目を向けると改善の兆しを見せるも依然低迷、対米国ではトランプ政権との通商摩擦リスクもはらみ不透明感が残るなか、国内生産回復の鍵を握るのは外需ではなく内需となりそうです。

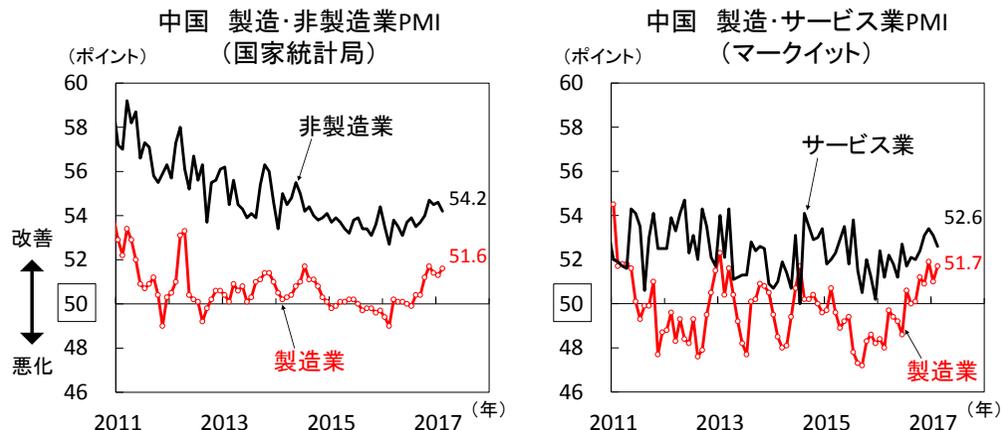
小売売上高（名目、前年比）は同+10.9%→+9.5%に減速、今後も取得税減税縮小の影響による自動車販売軟化が重石となりそうです（図3）。一方、都市部固定資産投資（年初来、前年比）は同+8.1%→+8.9%へ加速、けん引役はインフラ投資（同+17.4%→+27.3%）です（図4）。当局による官民連携（PPP）事業推進などが奏功、民間投資も回復基調にあります。景気安定を政府主導のインフラ投資に頼らざるを得ない環境は2017年も続きそうです。

● 不動産など資産バブル抑制に細心の注意を払う政策当局

不動産市場動向も引き続き注目されます。不動産開発投資（年初来、前年比）は12月:+6.9%→1-2月:+8.9%に加速、1-2月の不動産開発企業の土地取得面積が約2年ぶりに前年比プラスとなるなど、不動産市場への活発な資金流入が続いている模様です（図5）。昨年9月以降、当局による住宅購入頭金引き上げなど引き締め策が奏功し、住宅の販売が減速する一方、オフィス・商業施設などは加速と不動産市場全体で見た過熱感が残ります。2月に住宅価格が反発の兆しも見せるなか（図6）、3月に入り北京市が住宅ローン規制を強化、当局は景気を左右する不動産市況の調整に細心の注意を払っています。

足元の人民元貸出増加額を見ると、企業向けが伸び悩む一方、家計向け特に住宅ローンなど中長期貸出が高い伸びを維持、資金が設備投資など実体経済に回らず資産市場へ投機的に流入している可能性も指摘されます。市場の流動性をいかに調節するか当局が頭を悩ます日々が続くそうです。（瀧澤）

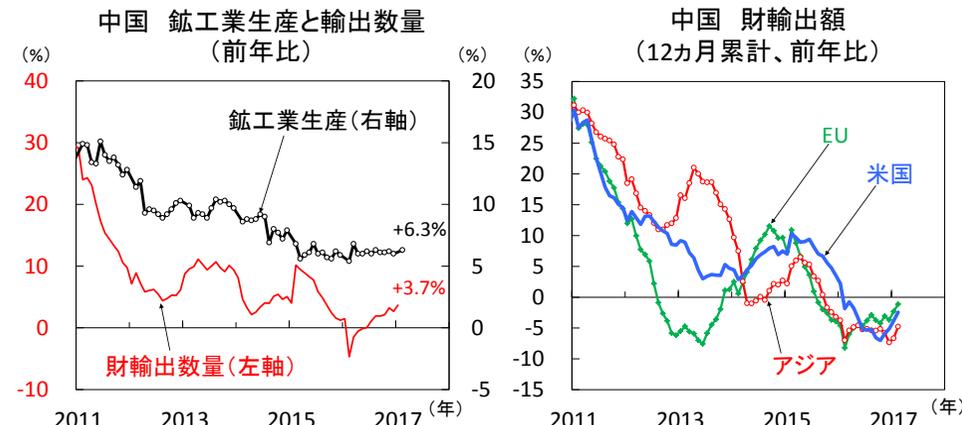
【図1】製造・非製造（サービス）業ともに業況安定を示唆



注）左右図ともに2017年2月時点。

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

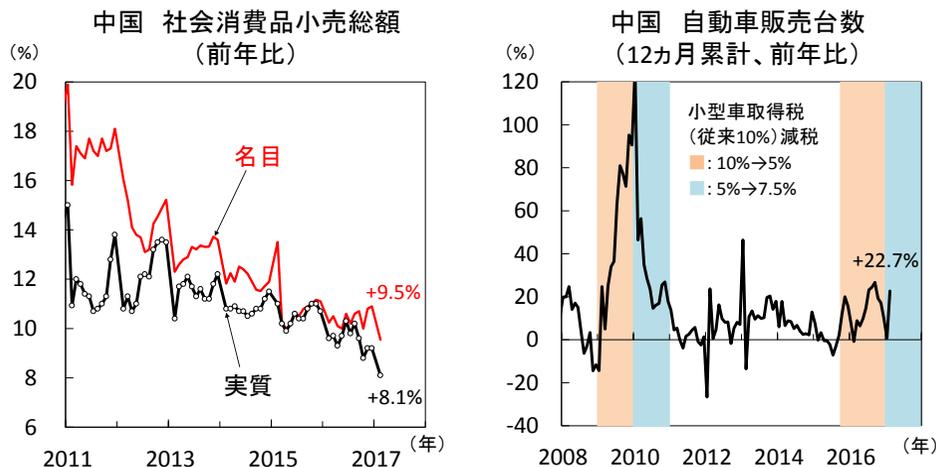
【図2】外需に多くを期待できず、生産回復は内需次第か



注）左図：財輸出数量は12ヵ月移動平均。直近値は鉱工業生産が2017年1-2月、財輸出数量が同年1月時点。右図：ここでのアジアは日本・韓国・香港・台湾・インド・ASEANの合計。直近値は2017年2月時点。

出所）中国国家统计局、中国海関総署より当社経済調査部作成

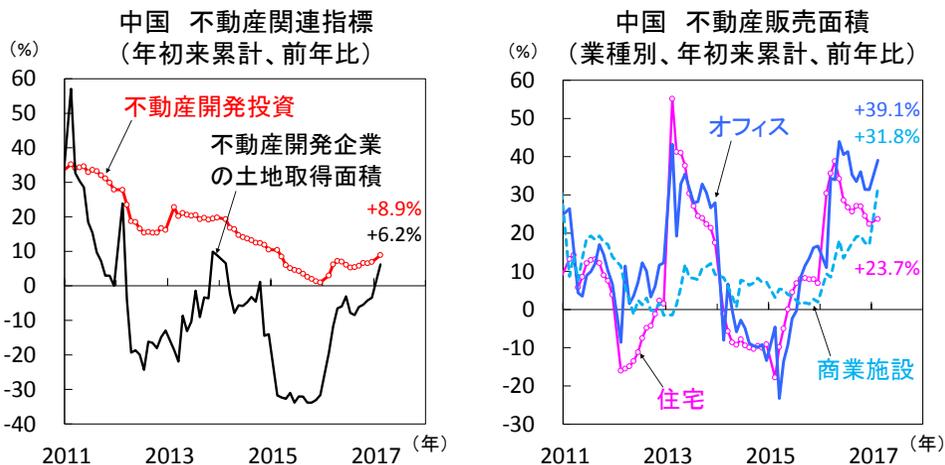
【図3】自動車減税効果はく落で個人消費の伸びは減速へ



注) 左図：直近値は2017年1-2月時点。
 右図：現在の小型車取得税減税は2017年末まで。直近値は2017年2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

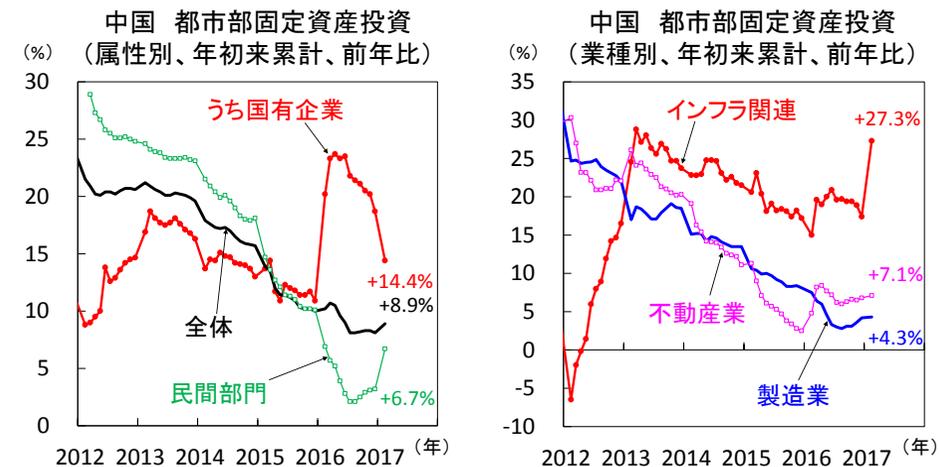
【図5】不動産市場への活発な資金流入が継続



注) 左右図ともに直近値は2017年1-2月時点。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査部作成

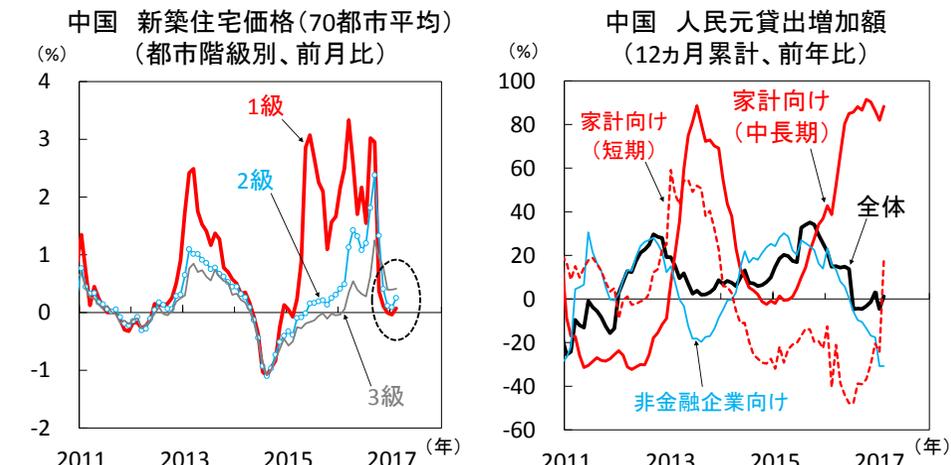
【図4】インフラ投資は堅調、足元は民間資本も積極参加か



注) 右図のインフラは電力除くベース。
 左右図ともに直近値は2017年1-2月時点。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査部作成

【図6】不動産バブル抑止に向けた流動性の調節も課題に



注) 左図：1級が北京・上海・広州・深センの4都市、2級が省都・自治州・副省級市など31都市、3級がその他35都市。各都市(前月比)の単純平均値とした。直近値は2017年2月時点。

右図：直近値は2017年2月時点。

出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、Bloombergより当社経済調査部作成

⑥為替：米国景気・金利先高感を考慮すれば円高リスク限られるも、トランプ政権動向は要注意

●米国の利上げ加速観測後退を機に、円高ドル安地合いに

3月のドル円相場は、米国FOMC（連邦公開市場委員会）による利上げ加速期待を受け、一時1米ドル=115円台まで円安ドル高が進みましたが、14・15日のFOMCでは前回同様、2017年の利上げは年3回との見通しが示され（図1）、一転円高ドル安の展開となり、足元は110円近辺で推移しています。

昨年半ば以降、米国景気の堅調を背景に、FOMCが見込む年3回利上げシナリオは金融市場にも浸透しつつあります（図2）。一時は米国大統領選挙後の米国金利急騰や米ドル高が、米国経済に悪影響を与えるとの懸念も浮上しましたが、住宅販売は増加基調を堅持（図3）、雇用改善基調も崩れておらず（図4）、米国景気拡大は続くとの見方が金融市場に醸成されています。

ドル円相場は昨年12月15日にザラバ円安値118円66銭を付けた後、円高ドル安地合いですが、市場で米国の景気楽観論や年3回利上げ見通しが保たれる限り、円高リスクは限られ、徐々に落ち着きを取り戻す展開を想定します。

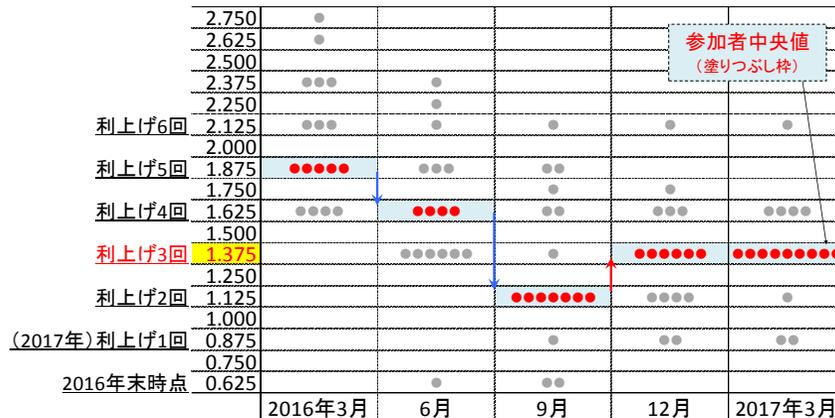
●トランプリスクの顕在化がリスク回避的な円高を招く懸念も

注意すべきはトランプ政権の動向です。政権発足後、入国制限令が司法判断で2度差し止め、オバマケア（医療保険改革）改廃法案が撤回に追い込まれるなど、政治手腕に疑念の目も向けられています。議会承認が必須の財政政策の成立が遅れるとの懸念がリスク回避の円高を誘う場面も見られました。

米国の経済政策面への不透明感が増すなか、株式市場は高値圏を維持しつつ平静を保つ様子が確認されます（図5）。裏を返せば、トランプ政権が当初から掲げる主義主張を考えれば、一連の騒動も想定内と市場が高をくくっている可能性もあります。昨年来、急速に改善していた景気先行性の高い企業心理指標の多くが過去のピーク圏に到達（図6）、今後は鈍化が不可避なか、更なる政治混乱は心理悪化を速める懸念があります。市場が最も待ち望み、大統領選挙後のリスク選好相場をけん引してきた財政政策期待がしぼめば、リスク回避的な円高を誘発する可能性もあり要注意です。（瀧澤）

【図1】2017年内に3回利上げの確信深める米国FOMC

米国 FOMC参加者(17名)による2017年末のFF金利(%)見通しの変化



注) 直近のFF目標金利は0.75~1.0% (中央値0.875%)。

出所) FRBより当社経済調査部作成

【図2】年3回利上げシナリオ維持なら、円高深押しも一時的か



注) 凡例は米国大統領選挙後の円安ドル高値（ザラバベース）。直近値は2017年3月28日時点。

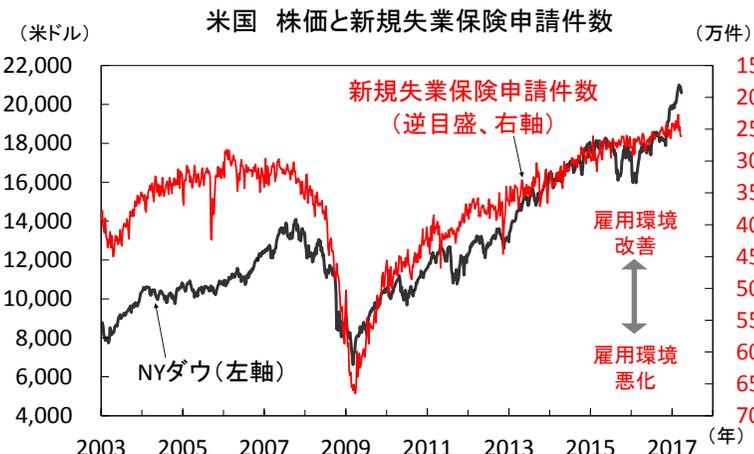
出所) FRB、Bloombergより当社経済調査部作成

【図3】金利上昇下も住宅市場堅調、米国楽観論を支える一因に 【図4】雇用改善が続く間、米国主導のリスク選好は持続可能



注) 住宅価格指数はS&P・コアロジック/ケース・シラー住宅価格指数(20大都市、季調値)に基づく。直近値はドル円相場が2017年2月、住宅価格指数が同年1月時点。

出所) Bloombergより当社経済調査部作成

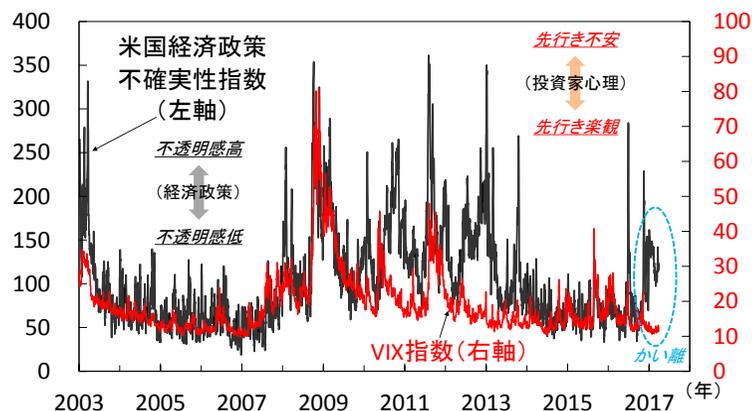


注) 直近値はNYダウが2017年3月24日、新規失業保険申請件数が同年3月18日終了週(いずれも週次)時点。

出所) 米労働省、Bloombergより当社経済調査部作成

【図5】株式市場はトランプ政権リスクを過小評価している可能性も 【図6】企業心理はほぼピーク圏、更なる改善は見込み薄か

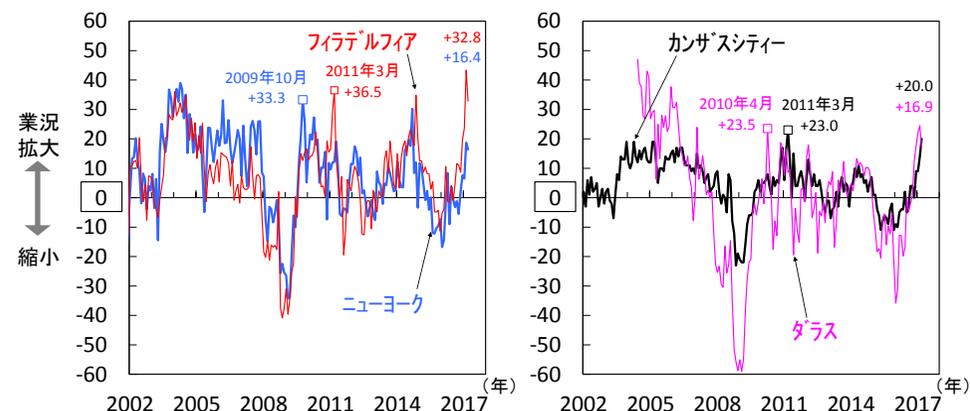
米国 経済政策見通しと株式市場心理



注) 米国経済不確実性指数は主要新聞の経済関連記事などを参考に経済政策の先行きの不確実性を測定し指数化した指標。値は7日移動平均。VIX指数(通称:恐怖指数)はS&P500の相場に対する投資家の心理を示す指数。直近値はともに2017年3月28日時点。

出所) Bloombergより当社経済調査部作成

米国 各地区連銀製造業景気指数



注) 直近値は左右図ともに2017年3月時点。

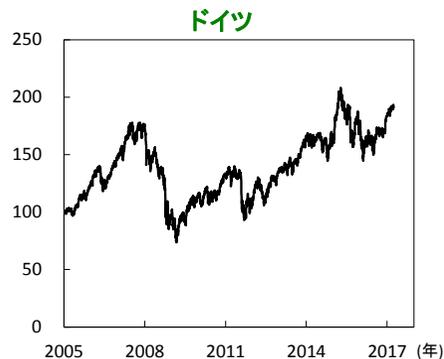
出所) ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀、ダラス連銀、カンザスシティ連銀より当社経済調査部作成

Ⅱ. 国際金融市場の動向

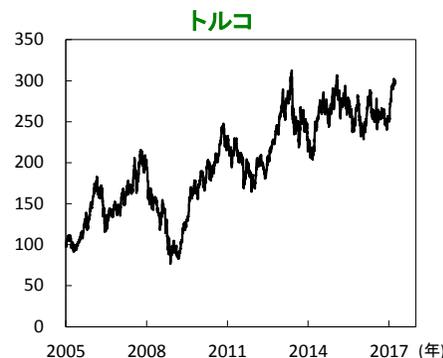
①株式：トランプ政権の政治手腕が疑問視され、上値重い展開

(すべて2005年初=100)

先進国



新興国



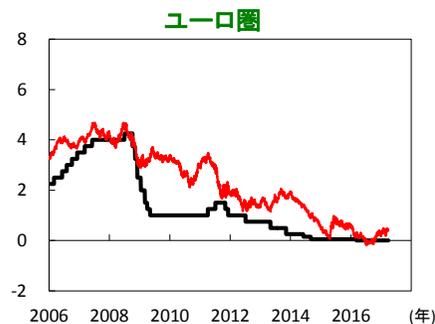
注1) 2005年初=100として当社経済調査部が指数化。直近値は2017年3月28日、注2) 先進国はMSCI WORLD、新興国はMSCI EMの国別指数に基づく(現地通貨ベース、配当後)。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査部作成

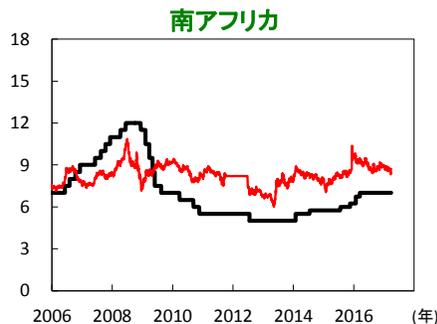
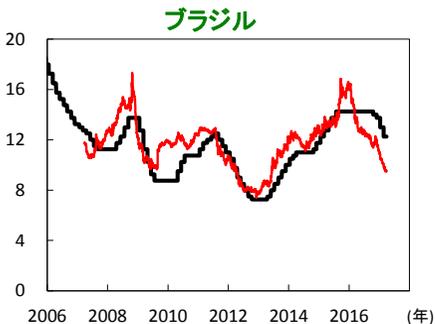
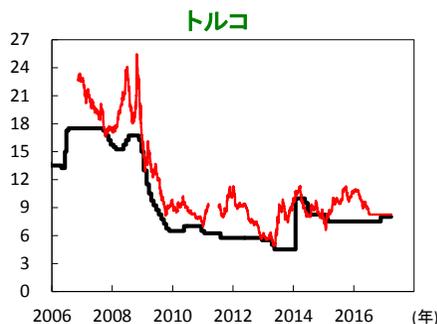
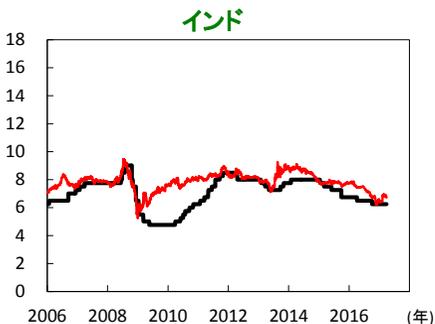
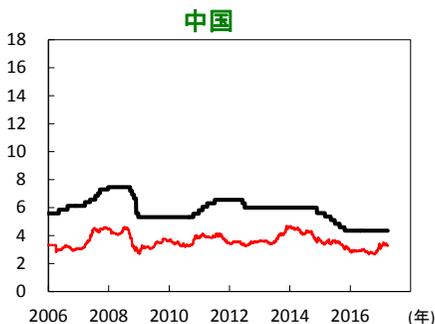
②金利：米国の年3回利上げシナリオが再確認され、金利上昇ピッチは鈍る

(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。

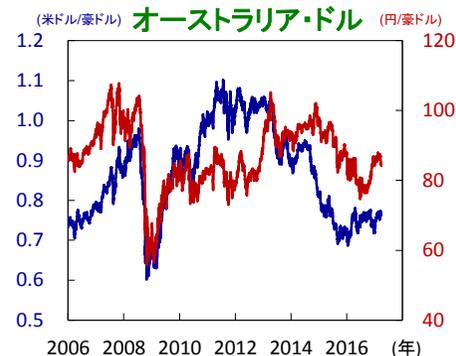
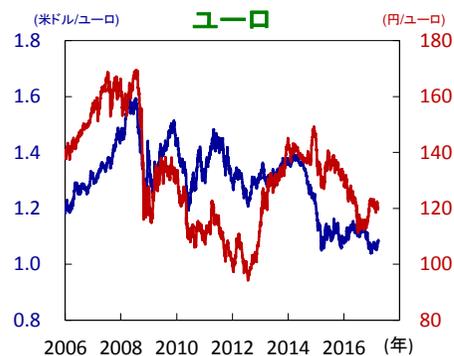
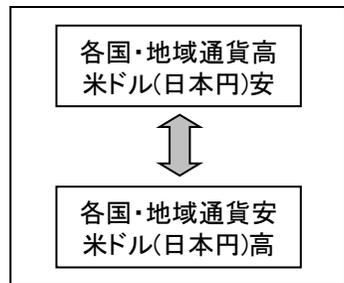
注3) 直近の米国の政策金利（FF金利誘導目標）は0.25～0.50%だがグラフ上は0.50%で表示、日本は2013年4月4日までが無担保コールレート（翌日物）、2016年9月21日以降は日銀当座預金のうち政策金利残高適用金利（▲0.1%）を図示。

注4) 直近値は2017年3月28日。注5) 一部データの欠損あり。

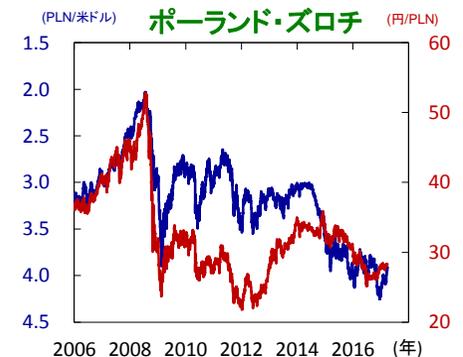
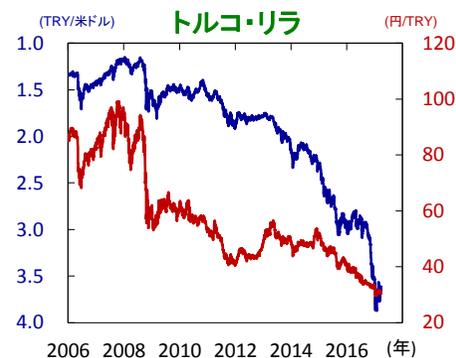
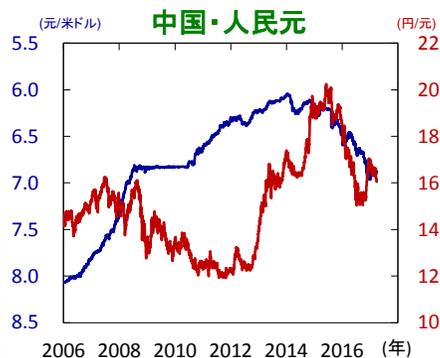
出所) Bloombergより当社経済調査部作成

③為替：米国の利上げ加速期待薄れ米ドル軟調、反発基調強めるユーロやメキシコペソ

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3月28日。

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3月28日

		現地通貨ベース			米ドルベース			円換算ベース									
		1か月	3か月	1年	1か月	3か月	1年	1か月	3か月	1年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	
株式	地域別	日本	▲0.5	▲1.1	12.2				▲0.5	▲1.1	12.2	21.8	54.8	9.8	10.3	▲0.4	0.1
		海外先進国	0.3	4.9	18.4	0.5	6.1	16.5	▲1.1	0.7	14.3	30.2	48.8	20.1	▲0.8	6.0	0.8
		新興国	2.6	9.6	17.8	3.5	14.0	22.2	1.9	8.6	20.0	31.4	19.1	11.9	▲14.2	8.9	7.4
	業種別	素材(景気敏感)	0.4	4.4	30.1	0.8	7.2	27.5	▲0.8	1.8	25.3	24.6	25.3	9.1	▲14.5	20.3	1.8
		エネルギー	▲1.4	▲7.1	17.5	▲1.2	▲6.0	14.8	▲2.9	▲11.4	12.6	15.3	40.2	2.7	▲21.8	24.9	▲11.3
		IT(情報技術)	1.3	9.6	26.1	1.5	10.3	25.7	▲0.2	4.9	23.5	26.6	50.7	30.4	5.6	9.3	6.0
		ヘルスケア	▲0.0	7.5	11.3	0.3	8.8	10.0	▲1.3	3.4	7.7	31.2	58.5	32.4	7.5	▲9.0	3.3
国債	日本	▲0.0	▲0.2	▲1.6				▲0.0	▲0.2	▲1.6	1.8	2.1	4.5	1.2	3.3	▲0.3	
	海外先進国	▲0.6	▲0.1	▲0.6	0.0	1.6	▲3.2	▲1.6	▲3.8	▲5.4	19.8	21.7	17.1	▲3.4	▲2.7	▲4.5	
	新興国(現地通貨建て)	0.8	2.1	6.9	1.8	5.6	6.5	0.2	0.2	4.3	24.1	15.0	13.9	▲9.0	4.1	▲0.4	
	新興国(米ドル建て)				0.2	3.9	9.5	▲1.4	▲1.5	7.3	30.2	16.1	21.2	1.6	7.4	▲1.4	
	ヘッジ有	海外先進国						▲0.6	▲0.4	▲1.8	4.9	▲1.5	9.4	0.6	1.4	▲0.4	
	新興国(米ドル建て)						0.1	3.5	7.1	17.2	▲5.7	7.0	0.8	7.9	3.3		
社債	世界	投資適格				▲0.0	2.4	2.2	▲1.7	▲3.0	▲0.1	23.9	21.5	16.9	▲3.4	1.6	▲3.5
		ハイイールド				▲0.6	2.7	13.9	▲2.3	▲2.6	11.7	32.1	29.4	13.6	▲3.8	12.1	▲2.7
	新興国	投資適格				0.0	2.5	5.8	▲1.6	▲2.9	3.5	26.0	19.5	19.3	0.2	3.6	▲2.9
		(米ドル建て)ハイイールド				▲0.1	3.6	16.4	▲1.7	▲1.7	14.2	33.9	21.9	12.9	3.8	14.9	▲1.6
その他債券	転換社債	先進国	0.1	2.9	14.0	0.4	4.1	12.9	▲1.3	▲1.3	10.7	25.1	38.6	17.5	1.6	5.0	▲1.3
		新興国	0.7	4.5	3.0	1.1	5.7	1.3	▲0.5	0.4	▲0.9	28.6	33.9	15.5	4.3	▲5.9	0.0
	物価連動	先進国				▲0.4	2.1	1.6	▲2.0	▲3.2	▲0.6	19.7	16.6	17.8	▲4.3	1.3	▲4.3
		新興国				1.3	10.8	20.7	▲0.3	5.4	18.5	30.6	6.3	15.6	▲18.8	20.4	4.2
その他	リート	先進国				▲2.4	3.3	3.2	▲4.1	▲2.1	1.0	36.3	24.6	37.1	1.6	4.2	▲4.4
		新興国				7.8	15.7	11.4	6.1	10.3	9.2	49.5	9.4	22.8	▲17.2	5.5	7.1
	商品				▲3.5	▲3.5	6.8	▲5.2	▲8.9	4.6	11.7	11.9	▲3.3	▲24.3	9.1	▲8.4	

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。

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&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

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依り異なりますので、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。費用の利率につきましては、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利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など、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、預金等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3月29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・完全性等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。

■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。J.P. Morgan EMBI Global Diversified、J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified、J.P. Morgan GBI-EM Broad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布する事前の承諾なくJ.P. Morgan EMBI Global Diversified、J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified、J.P. Morgan GBI-EM Broad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・インテックスは、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テックスであり、当該インテ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。ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity IndexSM）およびブルームバーグ（Bloomberg®）は、ブルームバーグ・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「ブルームバーグ」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。ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity IndexSM）は、ブルームバーグとUBSセキュリティティーズ・エル・エル・シー（UBS Securities LLC）の間の契約に従ってブルームバーグが算出し、配信し、販売するものです。ブルームバーグ、ならびにUBSセキュリティティーズ・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、ブルームバーグおよび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。ブルームバーグおよびUBSのいずれも、ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity IndexSM）に関連するいかなるデータまたは情報の適時性、正確性または保証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・インテックス（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国際投信株式会社と付与されています。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・インテックス（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国際投信株式会社と付与されています。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