

I. 主要国の投資環境見通し	p.1-12
①米国	地政学リスクは後退、実体経済の反発に期待	... 1-2
②欧州	フランス、ドイツ等の政治イベントを経て、ユーロ圏株式市場は上値を追う展開へ	... 3-4
③日本	良好なファンダメンタルズを背景に株価は反発	... 5-6
④オーストラリア	金融庁が過熱する住宅市場の政策を強化、政策金利は据え置き見通し	... 7-8
⑤中国	3月の景気指標は総じて底打ち、金融市場に安心感広がる	... 9-10
⑥為替	トランプ政権への期待感が後退、円安ドル高への戻りは目先限定的か	... 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5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：地政学リスクは後退、実体経済の反発に期待

● 懸念材料は消化され、リスク回避の流れは反転か

4月6日にトランプ政権がシリアへのミサイル攻撃に踏み切った以降、シリアや北朝鮮を巡る地政学リスクが強く意識され、米金融市場では株安・金利低下・ドル安が進行。仏大統領選挙に伴う政治リスクや弱い米経済指標への懸念もリスク回避の動きを強めました。仏大統領選挙第1回投票結果は市場想定との展開となり、北朝鮮による挑発行為が一服したことで、政治・地政学リスクが後退したとの見方が広がり、市場の流れは反転の兆しを見せています。

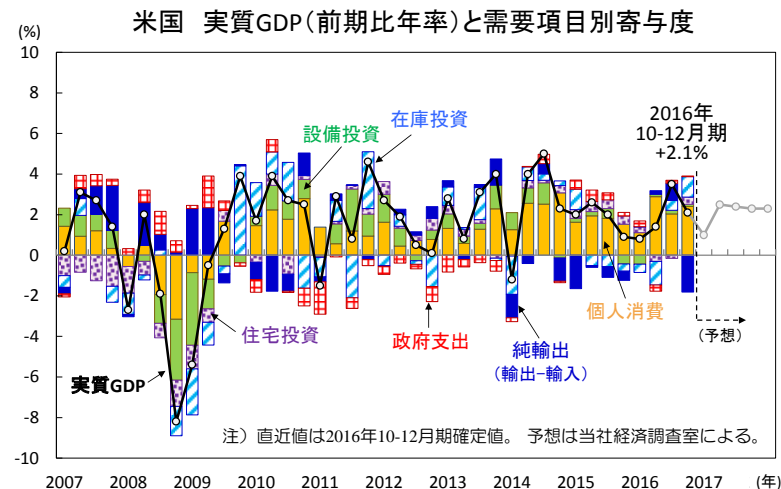
1-3月期の実質GDPは前期比年率+1.0%と前期から急減速となる見通しです（図1）。2月までの暖冬や3月の大雪、税還付の遅れを主因とした個人消費の弱さや低調な在庫投資による一時的な落込みとの見方が強く、先行きは回復基調が続く見込みです。自動車の買換え需要は一巡も、可処分所得は着実に増加し、消費者信頼感が高止まりする下（図2）、個人消費が息切れする可能性は低いと考えられます。住宅市場では、賃貸需給の逼迫から購入意欲は強まっており、住宅価格は伸びが加速し、低在庫の中でも販売は好調さを増しています（図3）。1-3月期の企業決算はS&P500構成銘柄で約4割が公表を終え（4月26日時点）、増益率は+12.93%に上っています。企業のフリー・キャッシュフローも上向き、投資増加による更なる成長寄与が期待されます（図4）。

こうした中、市場では6月FOMC（連邦公開市場委員会）での利上げ観測が再浮上。5月2-3日に開催のFOMCでは政策は維持され、年3回利上げ及び年内バランスシート縮小開始の方針が強調される見込みです。6月FOMCまでに公表の4月雇用統計や物価指標がFOMC見通しを裏付ければ、6月利上げは確実視されそうです。他方、3月失業率は自然失業率を下回って賃金上昇率急騰の水準に迫っており（図5）、金融引締め加速の必要性には注視が必要です。

● 税制改革案は期待再燃につながらず、市場は実現性重視

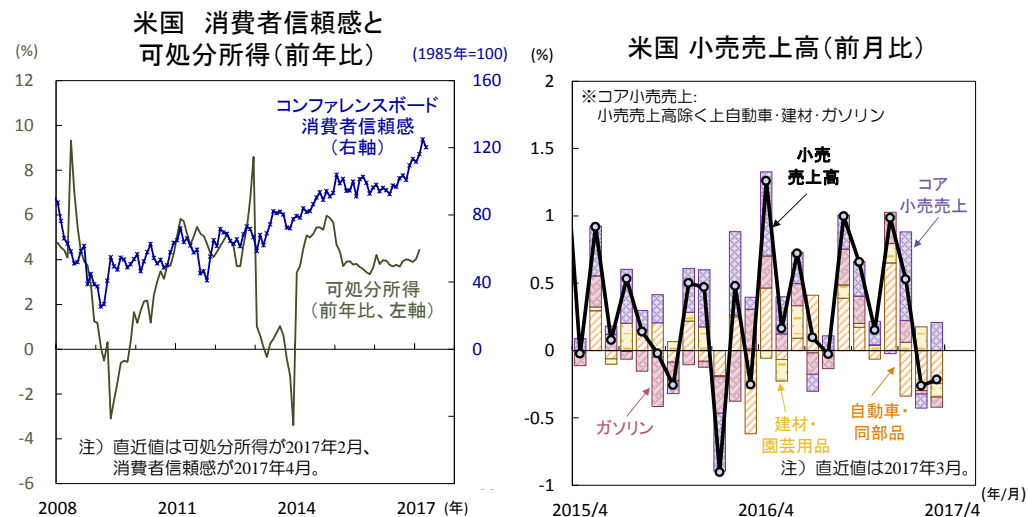
29日に就任100日を控え、際立つ政策成果がない中、トランプ政権は26日に税制改革案概要を公表しました（図6）。選挙公約を概ね踏襲し新味・具体性に欠け、焦点となる財源は示されず、議会共和党のとの歩み寄りが見受けられなかったことから市場の失望を誘いました。今後の党内調整を経て、5月公表予定の予算教書にてより現実的な案を示せるか注目されます。（吉永）

【図1】2017年1-3月期は一時的に急減速も、拡大基調は不変か



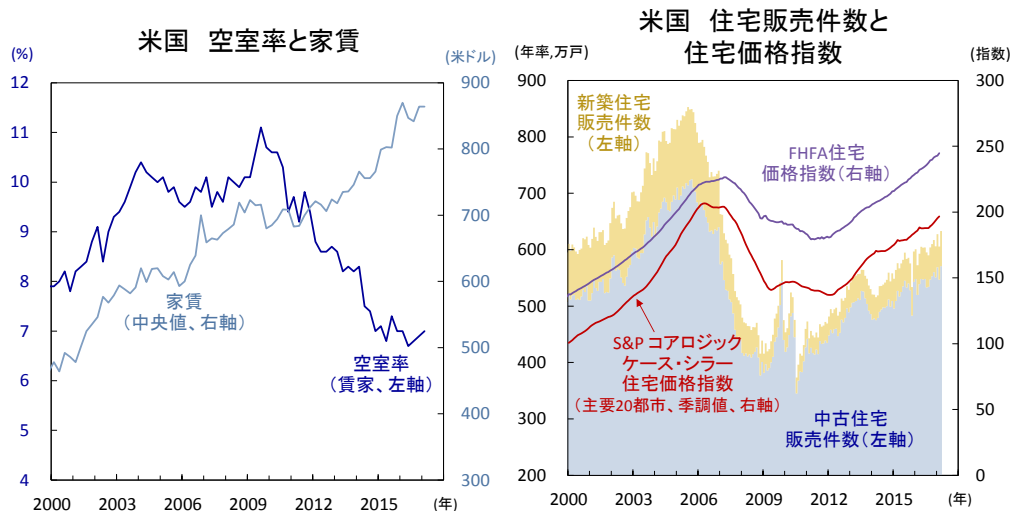
出所) 米商務省より当社経済調査室作成

【図2】家計の消費環境は良好、堅調な推移が持続する見込み



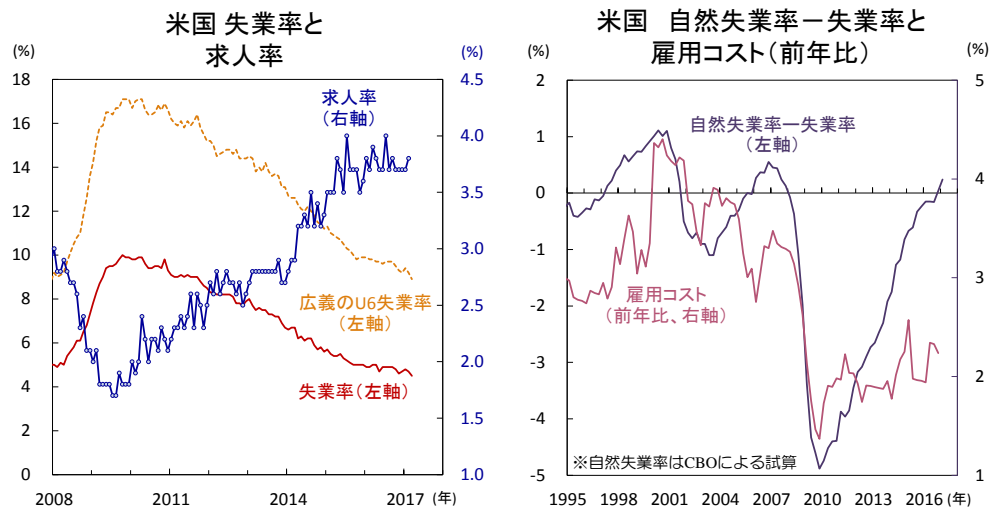
出所) 米商務省、コンファレンスボードより当社経済調査室作成

【図3】賃貸需給は逼迫、住宅価格・販売は好調さ増す



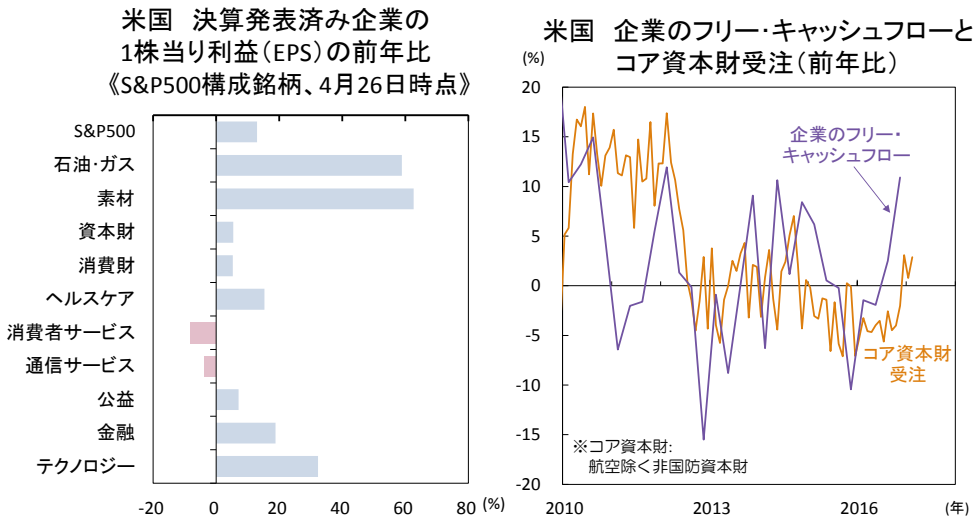
注) 左図の直近値は2017年1-3月期。右図の直近値は住宅販売件数が2017年3月、住宅価格指数が2017年2月。
出所) 米商務省、S&P、FHFAより当社経済調査室作成

【図5】労働市場はさらに引締まり、賃金急騰水準に接近か



注) 左図の直近値は求人率が2017年2月、失業率が2017年3月。
右図の直近値は自然失業率-失業率が2017年3月、雇用コストが2016年10-12月期。
出所) 米労働省、CBOより当社経済調査室作成

【図4】1-3月期は好決算、企業による投資増に期待



注) 右図の直近値はコア資本財受注が2017年2月(月次)、フリー・キャッシュフローが2016年10-12月期(四半期)。
出所) Bloomberg、米商務省より当社経済調査室作成

【図6】税制改革案は新味・具体性に欠け、実現性への疑念拭えず

	法人税改革案(抜粋)				個人所得税改革案(抜粋)			
	現行	下院共和党案	トランプ案(選挙時提示)	ホワイトハウス提示案	現行	下院共和党案	トランプ案(選挙時提示)	ホワイトハウス提示案
連邦法人税率	35%	20%	15%	15%	所得区分	7段階	3段階	3段階
事業経費(設備投資等)控除	段階導入 2017年50% 2018年40% 2019年30%	投資時に100%控除	100%控除	??	最高税率	39.6%	33.0%	35.0%
支払利息の所得控除	無制限	撤廃	企業の利息控除に適切な上限	??	キャピタルゲイン税率	23.8%	16.5%	20.0%
海外利益への課税	35%	0%(源泉地国課税)	発生時点で15%	0%(源泉地国課税)	相続税	最高税率40.0% 基礎控除543万ドル	廃止	廃止
本国送金	35%	現金: 8.75% その他: 3.5%	10%	競争的な税率				
国境調整税	-	輸入時20%	??	-				

出所) ホワイトハウス、Donald J Trump HP、各種報道資料より当社経済調査室作成

②欧州：フランス、ドイツ等の政治イベントを経て、ユーロ圏株式市場は上値追う展開へ

● フランス大統領選決選投票は5月7日

■ フランス大統領選第一回投票は、マクロン候補とルペン候補が勝利

4月23日に実施されたフランス大統領選第一回投票は、大方の予想通り中道派のマクロン候補と極右国民戦線ルペン候補が票を集め、5月7日の決選投票へ駒を進めました（図1左）。決選投票に向けた世論調査では目下のところマクロン候補が圧倒的に有利（図1右）、EU（欧州連合）離脱を謳うルペン候補は劣勢です。第一回投票で敗れた共和党フィヨン候補、社会党アモン候補はいずれも早々にマクロン候補支持を表明、議会2大勢力（図2左）の後押しは強力でしょう。

■ 決選投票は予断許さず。棄権票の多さが波乱巻き起こす可能性も

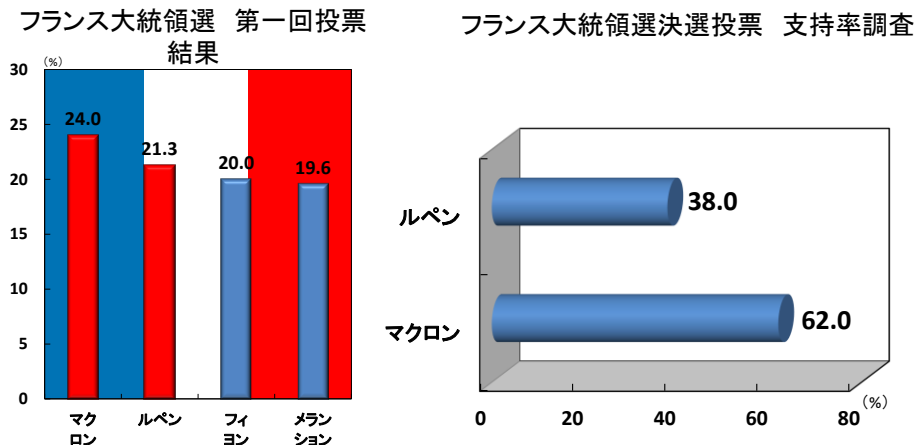
しかし決選投票は予断を許さず、どちらが勝つかは5分5分とみています。第一回投票や決選投票に向けた世論調査からはマクロン大統領誕生を楽観できるほどの圧勝は示唆されません。ひょっとすると、の可能性もあるかも知れません。

第一回投票の投票率は75.8%（有権者総数は4,758万人）でした。この投票で敗れたフィヨン氏やメランション氏ら主要候補の支持者が、決選投票ではマクロン候補、ルペン候補のどちらに投票するか、との調査結果（図2右、両候補の赤色棒）を第一回投票の得票に合わせ票を積み上げてみると、マクロン候補の圧勝にみえます（図2右）。しかしこの調査では、同時に約8%もの有権者が態度保留（図2右の棄権票オレンジ棒）としている他、第一回投票に行かなかった約24%（図2右の棄権票黄色棒）の有権者の約6割は第一回投票の結果をみて票を投じるとも言われます。彼らの動静次第では「格差」は「誤差」に変化しえます。

■ マクロン候補圧勝との市場の見立ては楽観的過ぎる

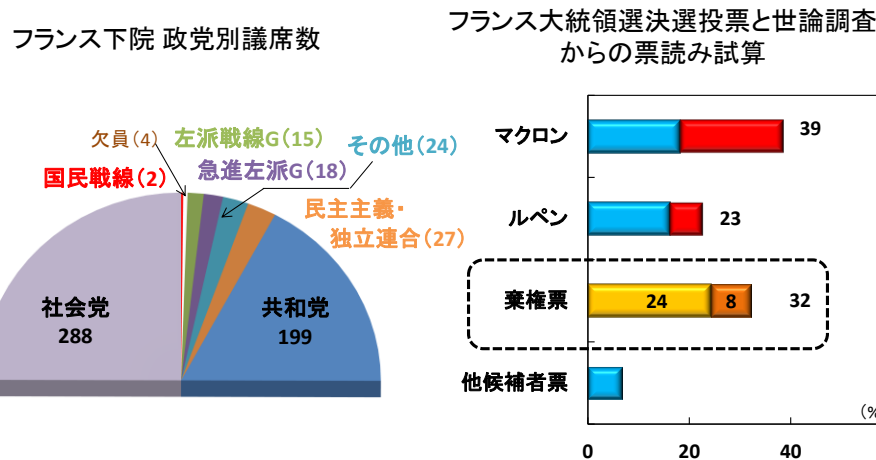
第一回投票の直前となる4月20日、仏パリ・シャンゼリゼ通りで起きた銃撃戦は、テロ対策、EU加盟国の国境管理撤廃を約したシェンゲン協定の是非（マクロン候補は同協定維持、ルペン候補は適用停止を主張）、移民問題の重要性を改めて有権者に植え付けました。これら問題に真正面から対峙するとしたルペン候補が決選投票で票を伸ばす可能性は否定できません。大方の市場関係者は「マクロン新大統領で概ね決まり」との見方ですが、やや楽観が過ぎるとみています。ルペン候補が決選投票で勝利すれば、世界的に市場は一旦大きく混乱しましょう。

【図1】フランス大統領選第一回投票は波乱なし



出所) フランス内務省、IPSOSより当社経済調査室作成

【図2】決選投票はマクロン優勢。しかし楽観は禁物



出所) フランス下院、IPSOSより当社経済調査室作成

● 仏独政治の宴の後、市場は景気モメンタム加速をテーマに

■ フランス次期大統領はどちらになっても議会運営に苦戦しよう

もっとも、マクロン候補、ルペン候補、いずれかが勝利しても政策運営は前途多難です。大統領選が終われば、6月11、18日に下院選を控えます。マクロン候補は、新党結成により下院選に挑むことになりましようが、第一党になるのは難しいでしょう。かたやルペン候補が勝利した場合も、国民戦線は実績を訴え議席拡大させるも、単独過半数の獲得は難しいでしょう。両者の公約実現には他党との連立模索が不可欠、マクロン候補の目玉政策である法人減税や労働市場改革などの国内経済建て直し策、ルペン候補のEU離脱はもちろん、中銀による財政ファイナンス等の施策はいずれも連立模索の障害になりましよう。

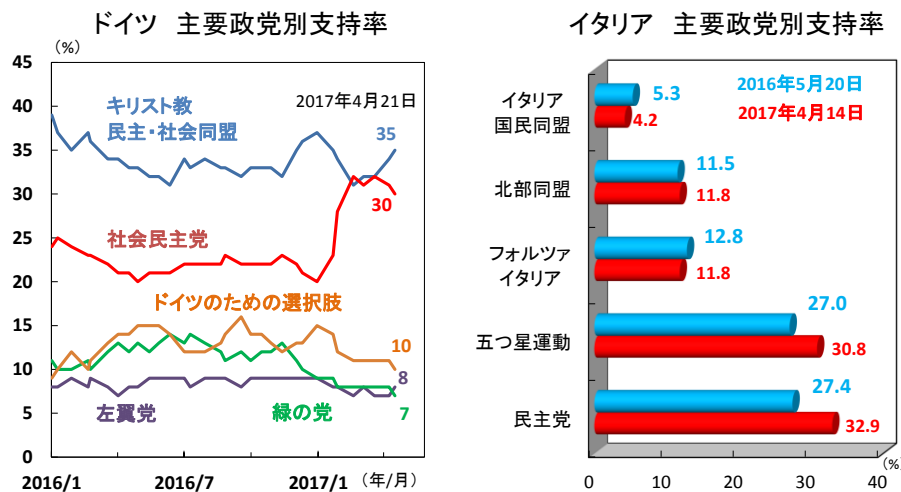
第一回投票以降、ルペン候補は大統領の椅子まであと一歩となり、これまでの過激な公約を現実路線へと徐々に軌道修正し、都市部や富裕層に多い反ルペン票、マクロン支持層の切り崩しを狙うでしょう。一方、マクロン候補は第一回投票での勝利祝賀会がマスコミに取り上げられ「はしゃぎすぎ」とお灸をすえられています。両候補の支持率格差が今後どこまで縮むか、注目されます。

■ 5月はドイツ州議会選挙

フランス大統領選が終われば、市場の政治的関心はドイツへと移りましよう。9月24日に議会選挙を控えますが、その前哨戦として5月7日にシュレスヴィヒ・ホルシュタイン州、14日にはノルトライン・ヴェストファーレン州の議会選挙を控えます。特に後者は目下、メルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟（CDU）と支持率を争う社会民主党（SPD）シュルツ党首のお膝元です（図3左）。同氏は元欧州議会議長でもあり、仏ルペン候補やイタリア（4月30日民主党党首選。レンツィ元首相が党首選返り咲きの見込み）で政権奪取（図3右）を狙う反体制派・五つ星運動のグリッロ氏らのポピュリズムとは一線を画す庶民派リーダーでもあり、EU統合の深化には強い思い入れがあるといえます。

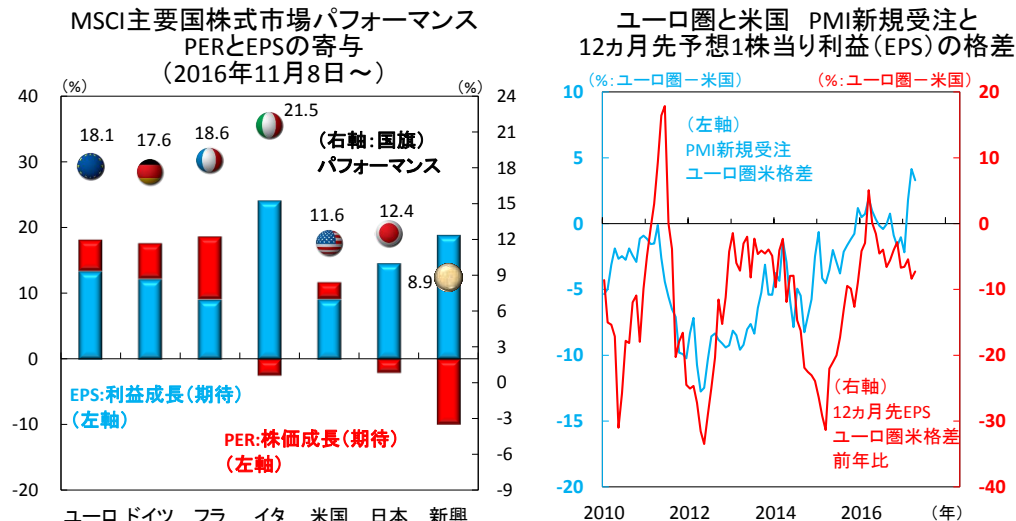
さてこれら政治イベントを消化した後、金融市場のテーマは再び実体経済に移行、ユーロ圏景気が注目されるとみえています。特に、昨年11月の米大統領選以降のいわゆるトランプラリーで世界的にも比較優位だったユーロ圏株式市場（図4左）、米国との景況感格差が示唆するユーロ圏景気のみメンタム加速を、企業収益が今後キャッチアップ（図4右）するとみえています。ユーロ圏株価は、仏独選挙後に米株を明確にアウトパフォームすると予想しています。（徳岡）

【図3】ドイツ州議会選、イタリアでも選挙機運高まる



出所) infratest-dimap、electographより当社経済調査室作成

【図4】ユーロ圏株価は景気モメンタム加速をキャッチアップへ



注) 左図EPSは2017年会計年の利益予想でMSCIによる。直近値は2017年4月25日。右図直近値はPMIは2017年4月。EPSは2017年4月25日。出所) MSCI、Bloomberg、Thomson Reuters Datastreamより当社経済調査室作成

③日本：良好なファンダメンタルズを背景に株価は反発

● 景気は好調な生産が徐々に個人消費に波及

2016年は企業部門主導の景気拡大となりましたが、2017年は家計部門まで好調が波及するかが焦点です。実質GDP成長率は年率+1%台の成長が続く見通しであり、個人消費が勢いを増せば成長率は上振れる見込みです（図1）。生産は在庫調整が終了し、需要が堅調なため在庫が減少する局面にあります（図2左）。今後、企業は増産基調を強め、景気が上向くことにより在庫を増やしていく局面になり、増産の勢いは益々強まるとみられます。

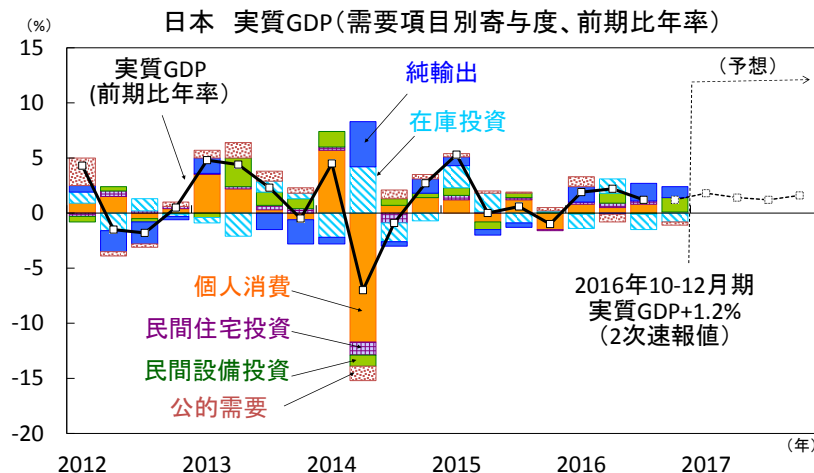
ただし、個人消費の弱さがネックとなって好循環が生じ難い恐れがあります。現在、需要拡大で企業は雇用不足になり労働需給は逼迫していますが、個人消費の拡大は緩慢です（図2右）。その主因は雇用は増えても賃金がなかなか増えないことにあります。GDPギャップでみると供給超が解消され消費者物価は上昇し易くなっています（図3）。しかし、流通大手イオンが主力商品の大幅値下げを断行した様に、企業・家計共に将来のデフレ予想は根強く残っており、マインドの転換には時間がかかるとみられます。

● 良好なファンダメンタルズを背景に株価の上昇基調は不変

消費者物価の上昇は緩やかなものにとどまり、+2%の物価目標達成に程遠いため日銀は現在の金融緩和策を暫く継続すると考えられます。景気拡大と量的金融緩和の継続を背景に株価の上昇基調は続くともっています。現在は円高が株価の重石となっており（図4）、地政学リスクや欧州の政治リスクに株価は敏感になっています。しかし今期の業績予想を前提に考えれば、日経平均株価は年末にかけて2万円台を目指す動きが予想されます（図5）。

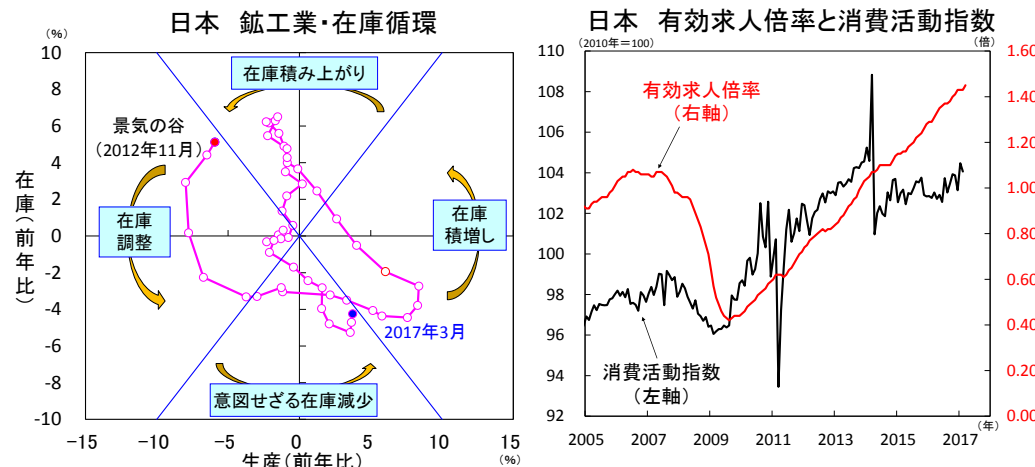
足元の日本株はトランプ政権の景気刺激策期待の後退や、政治学リスクによる安全資産への逃避、米利上げペース加速観測の後退、円高進行などを背景に資金流入が縮小している状況です。業種別にも、アジア向け輸出の好調で素材関連、世界的なIT需要の拡大でIT関連が堅調な一方、トランプ政策の不透明感が金融、医薬品、自動車の低迷に影響している模様です（図6）。こうしたなか割安株、大型株、景気敏感株が相対的に売られており、リスク選好の相場に復帰すれば買戻しも期待できるともっています。（向吉）

【図1】実質GDPは緩やかな拡大へ



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

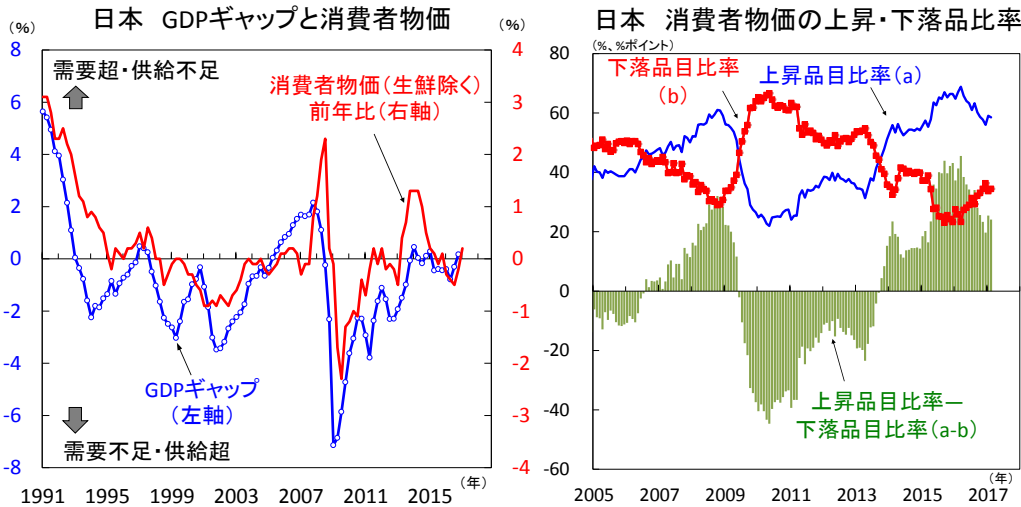
【図2】好調な生産が個人消費に徐々に波及



注) 2012年11月～2017年3月。データは3ヵ月移動平均。
出所) 内閣府、経済産業省より当社経済調査室作成

注) 直近値は2017年2月。データは季節調整値。
出所) 厚生労働省、日本銀行より当社経済調査室作成

【図3】物価の上昇は緩やか、金融緩和は継続へ



注) 直近値はGDPギャップが2016年10-12月期、消費者物価が2017年1-3月期。出所) 日本銀行、総務省

注) 直近値は2017年2月。出所) 日本銀行より当社経済調査室作成

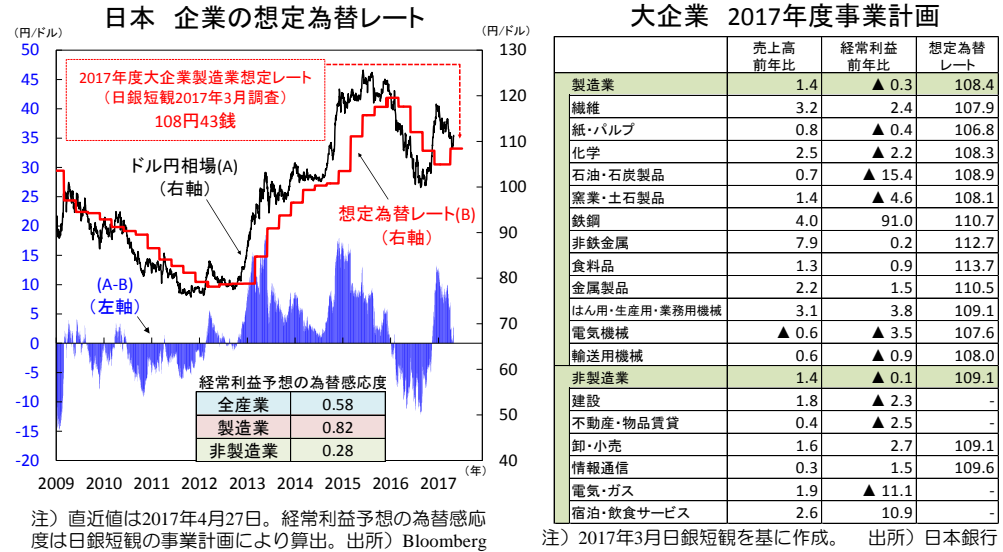
【図5】日経平均株価は2万円台を目指す動きへ



注) 直近値は2017年4月27日、高安の値表示はザラ場。右軸上の値はフィボナッチ比率による戻りの目安。出所) Bloombergより当社経済調査室作成

注) 直近値は2017年4月27日。EPSは日経平均株価をPERで割ったもの。2017年末のEPSはBloombergによる2017年度予想を反映。出所) Bloomberg

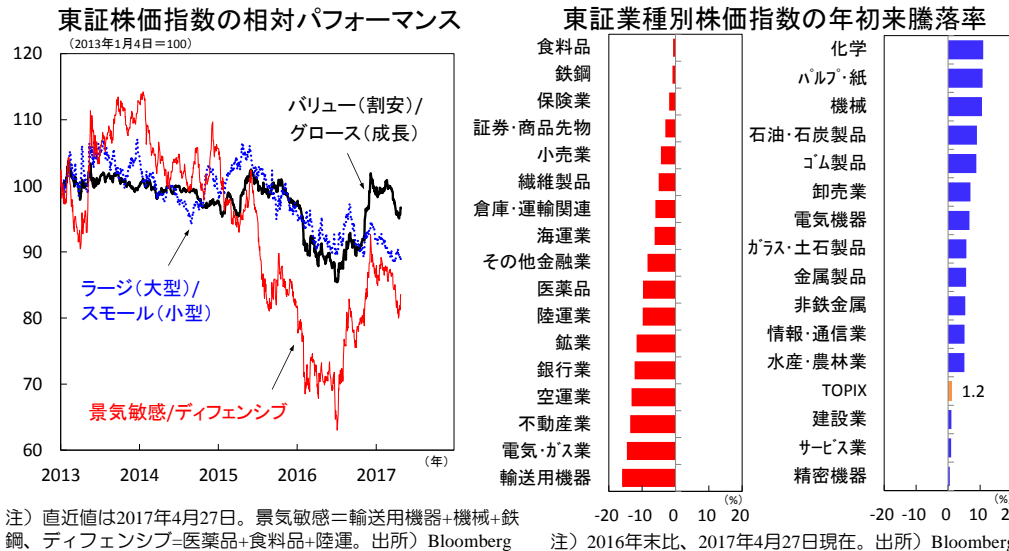
【図4】企業は増収を見込むも為替相場は不透明要因



注) 直近値は2017年4月27日。経常利益予想の為替感応度は日銀短観の事業計画により算出。出所) Bloomberg

注) 2017年3月日銀短観を基に作成。出所) 日本銀行

【図6】大型、割安、景気敏感株の買い戻しに期待



注) 直近値は2017年4月27日。景気敏感=輸送用機器+機械+鉄鋼、ディフェンシブ=医薬品+食品+陸運。出所) Bloomberg

注) 2016年末比、2017年4月27日現在。出所) Bloomberg

④オーストラリア：金融庁が過熱する住宅市場の政策を強化、政策金利は据え置き見通し

●鉄鉱石の下落と利上げ観測の後退などにより豪ドルは軟調

4月の豪ドルは、対米ドルで約2%下落と軟調です（図1左）。背景は、①主要輸出品である鉄鉱石価格の下落（図1右）、②豪中銀の利上げ期待の後退などです。鉄鉱石価格は、中国の粗鋼生産が依然堅調（3月は前年比+1.8%）であることから、さらなる下落の可能性は低いとみています。利上げ期待の後退は、金融庁の住宅市場の政策強化と中銀の労働市場への警戒、が背景です。

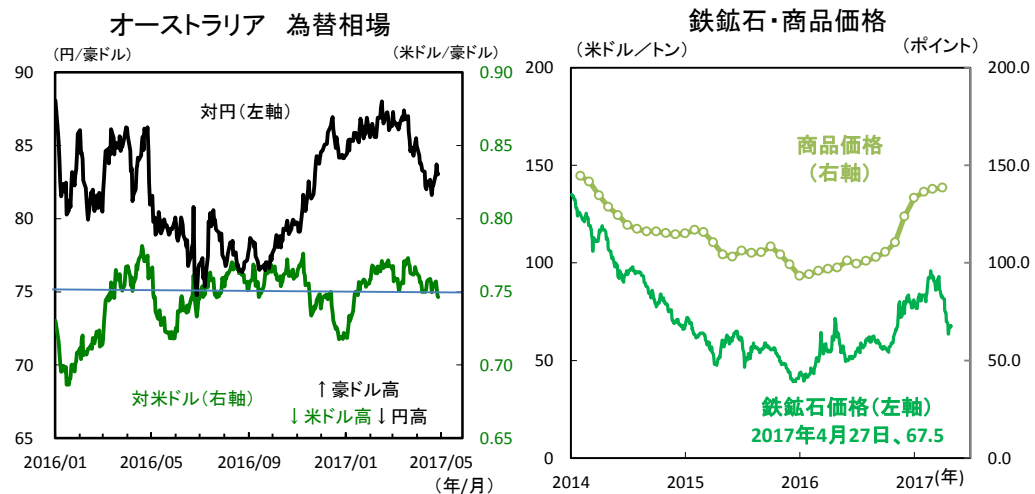
金融庁は過熱する住宅市況を受けマクロ・プルーデンス政策を3月31日に強化しました。内容は、①Interest Only型住宅ローン（IO型住宅ローン；満期時まで元本返済は行わず、返済時は利払いのみ）が新規住宅ローンに占める割合を約40%から30%へ引き下げ（図2左）、②住宅ローンの前年比増加率を10%以下に抑える（図2右）などです。一部では住宅市場の過熱に対し、利上げで沈静化を図るとの見方もあったことから、利上げ観測は後退しています。

4月の金融政策決定会合で、労働市場に依然として力強さがいないことを中銀が指摘し、利上げはまだ先であるとの見方が強まりました。労働市場は、3月の失業率は自然失業率（5.2%）を上回る5.9%（図3左）、雇用増加はパートタイム中心（図4左）など不安もありますが、先行指標の求人広告件数は上昇を続けており（図3右）、利下げの必要性はないと考えています。

●連邦政府の予算案が発表されるも過度な警戒は不要

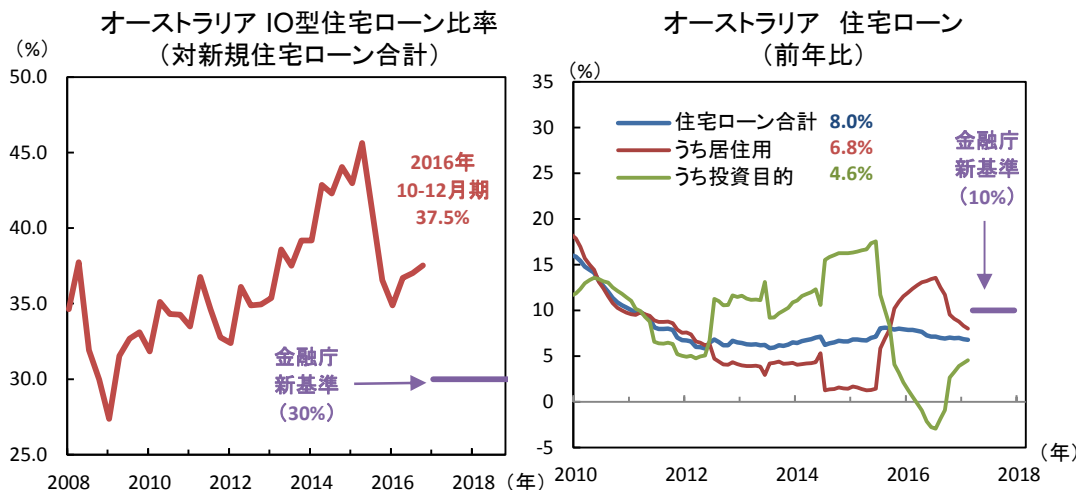
豪連邦政府は5月9日に予算案を発表する予定であり、財政収支の見通しが注目されます。2016年7月の総選挙を受け、S&Pは7月6日にAAAの見通しをネガティブとしました（他の主要格付機関はAAA、見通し安定的）。選挙で連立政権は過半数の76議席（全議席数150）を確保したものの改選前より13議席減らしており、2020年度の財政黒字化見通し（図5左）が後ずれすると見られたことが引き下げの背景です。ただ選挙後となる、12月の中間経済財政見通しでは、2020年度の黒字化見通しが維持されました。またオーストラリア政府債務比率見通しはAAA国の中央値に相当する（図5右）との評価もあり、財政への過度な警戒は不要です。引き続き、過熱感が警戒される住宅市場、改善余地を残す労働市場、が市場の関心になるとみています。（永峯）

●【図1】鉄鉱石価格の下落等により豪ドルは軟調に推移



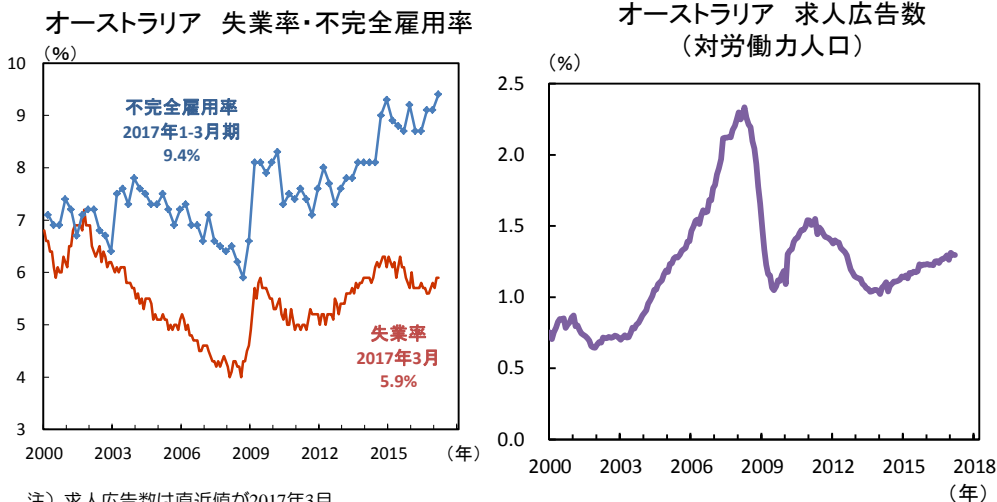
注) 直近値は左図が2017年4月28日、右図は商品価格が2017年3月。商品価格は豪ドル建てで輸出品目の価格を輸出ウエイトで加重平均した値。
出所) Bloomberg、オーストラリア統計局より当社経済調査室作成

●【図2】金融庁が過熱する住宅市場の政策を強化

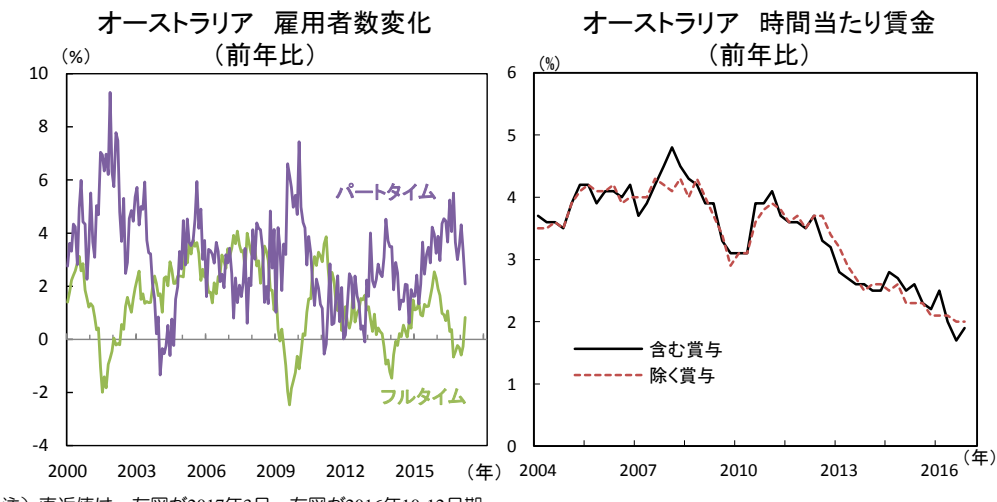


注) 右図の直近値は2017年2月。出所) オーストラリア金融庁、オーストラリア統計局より当社経済調査室作成

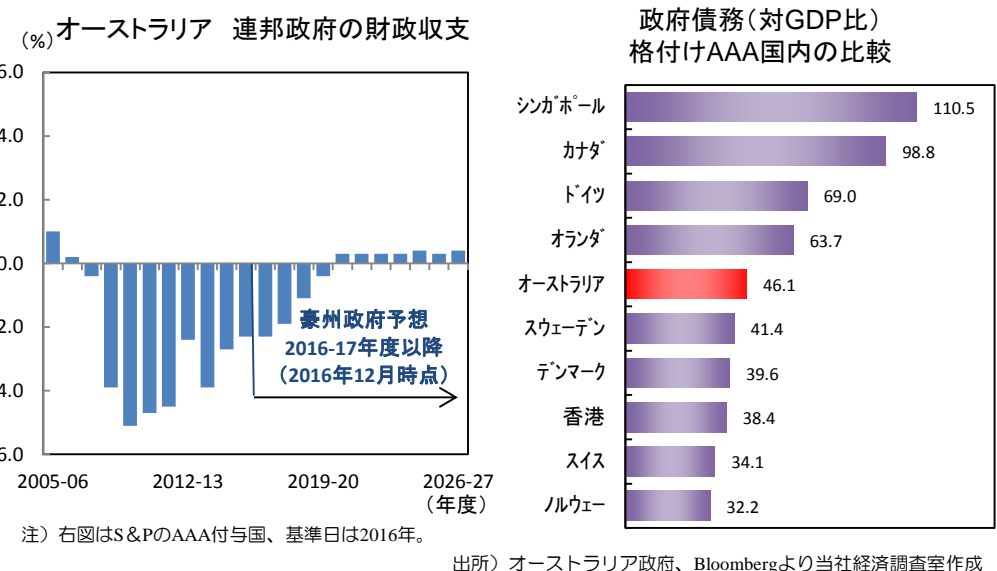
【図3】失業率は上昇するも先行指標の求人広告は堅調を維持



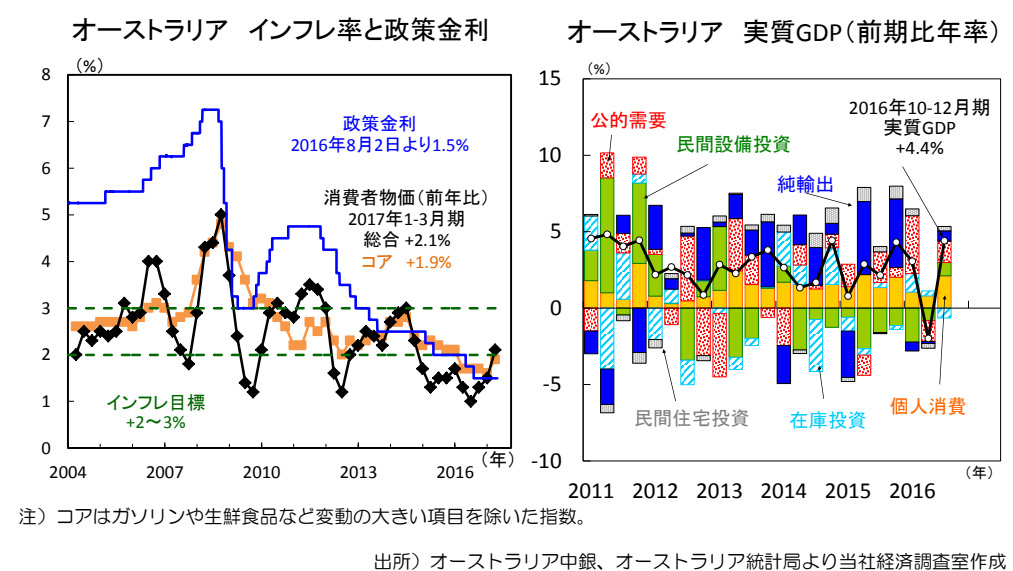
【図4】雇用の回復はパートタイム中心で賃金上昇は弱い



【図5】2020-21年度に財政黒字化見通し、債務水準も低い



【図6】インフレ率は総合が中銀の目標内に戻る



⑤中国：3月の景気指標は総じて底打ち、金融市場に安心感広がる

● 2017年の成長目標(実質+6.5%前後)達成に向け無難な船出

4月に入り、中国景気への安心感が一段と広がっています。実質GDP（前年比）は2016年10-12月期:+6.8%→2017年1-3月期:+6.9%へやや加速、2017年の政府目標（+6.5%前後）達成に向け順調なスタートを切りました（図1）。

月次統計も軒並み良好です。国家統計局PMIは製造業が2月:51.6→3月:51.8、非製造業が同54.2→55.1へ上昇、都市部固定資産投資（年初来累計、前年比）は1-2月:+8.9%→3月:+9.2%とけん引役のインフラ投資だけでなく全体的に安定化の兆しを確認されます。また、鉱工業生産（前年比）は1-2月期:+6.3%→3月:+7.6%へ加速、小売売上高や輸出数量も持ち直しの動きを見せており、内外需が揃って回復色を増している様子がうかがえます（図2）。

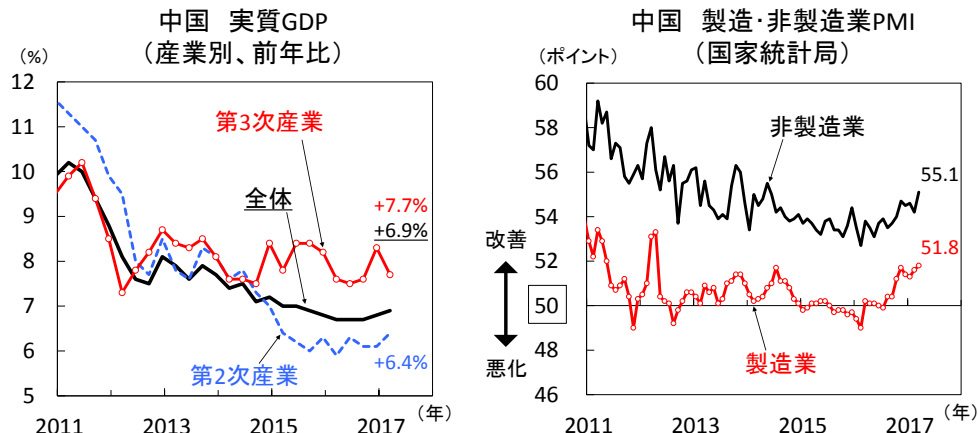
業種別に見ても、インフラ・不動産投資加速の恩恵を受けた素材部門だけでなく、米国向けを中心とした輸出拡大を背景に、機械類などの工業製品も増産基調を強めるなど（図3・4）、生産回復の裾野が広がりつつあります。

● 景気は年前半こそ加速感目立つも、後半は徐々に減速か

足元の生産回復を受け、求人数の底打ちが鮮明化するなど雇用環境が改善、インフレ率の低下（足元の消費者物価は豊作による食品価格下落の影響で伸び率低下）もあり、家計の購買力は安定化の兆しを見せています（図5）。自動車販売が年初からの取得税減税措置縮小で減速が予想され、個人消費の先行きが懸念されましたが、当面は底堅い伸びを維持しそうです。今秋の共産党大会を控え、雇用安定に配慮し、都市部新規就業者数の目標を3年ぶりに引き上げた（2016年:1,000万人以上→2017年:1,100万人以上）政府にとって、サービス業中心の産業構造転換を進める上でも好ましい動きといえます。

ただし、政府が目指すのは景気の加速ではなく安定です。したがって不動産市場など過熱感の残る分野には引き締めを図るとみられます。景気は今年前半に加速も、足元の固定資産投資の新規計画や住宅価格の伸び率鈍化が示唆するように（図6）、年末に向け次第に減速すると思われる。（瀧澤）

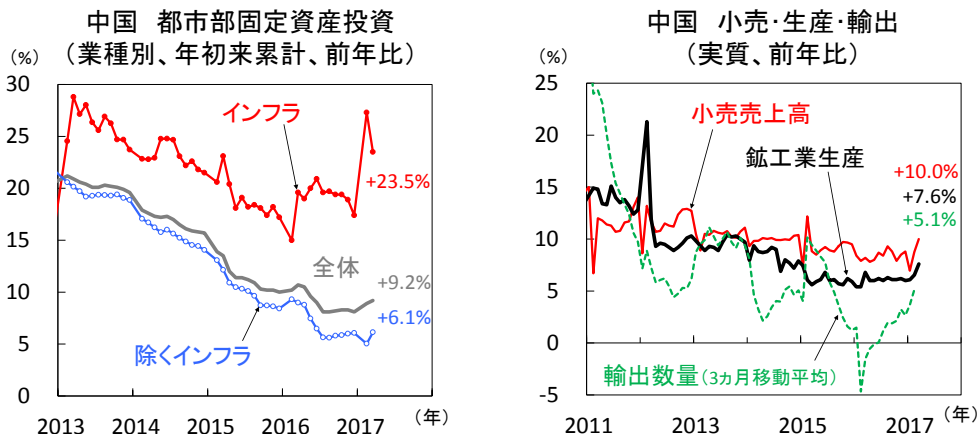
【図1】一段と安定感増す中国景気



注) 左図：直近値は2017年1-3月期時点。
右図：直近値は2017年3月時点。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

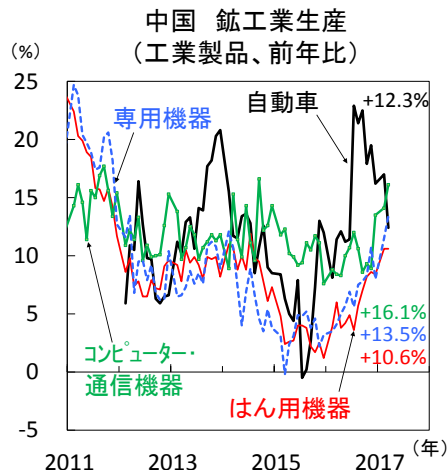
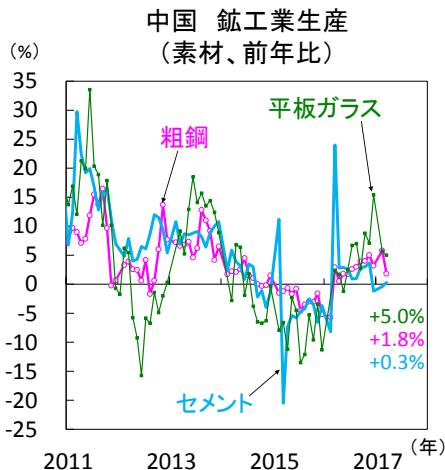
【図2】景気を支えるインフラ投資、内外需は揃って復調の兆し



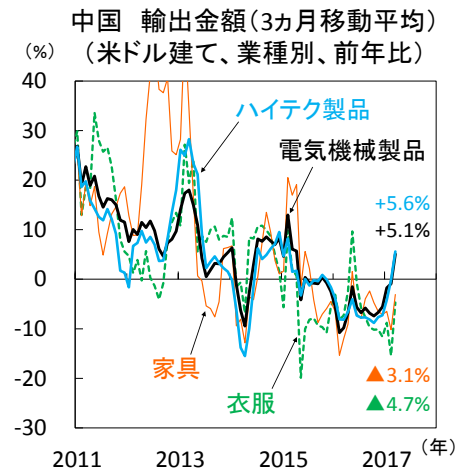
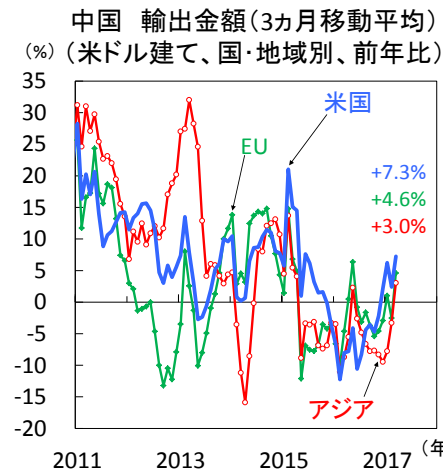
注) 左図：インフラは電力除くベース。直近値は2017年3月時点。
右図：小売売上高は消費者物価で実質化。直近値は2017年3月（輸出数量は同年2月）時点。

出所) 中国国家统计局、中国海関総署より当社経済調査室作成

【図3】自動車は減税措置縮小で鈍化もその他工業は幅広く回復 **【図4】米国向け中心に持ち直す輸出、工業製品の復調目立つ**

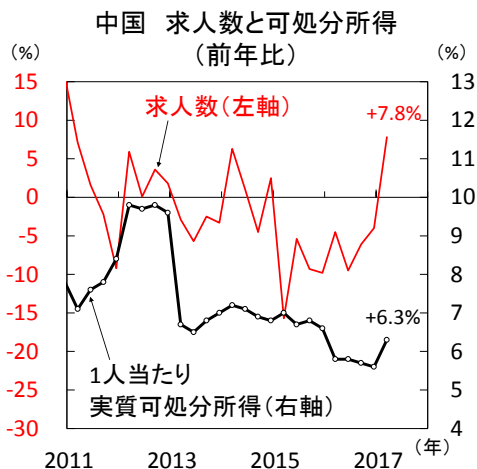
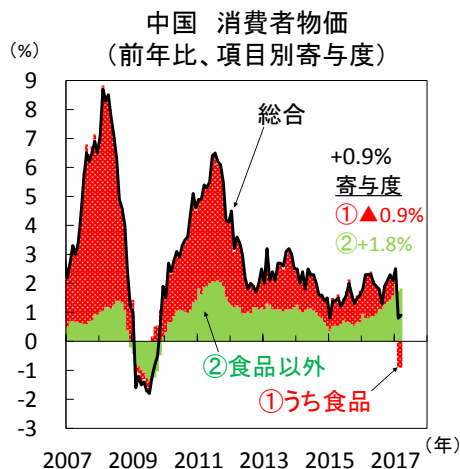


注) 左右図ともに直近値は2017年3月時点。



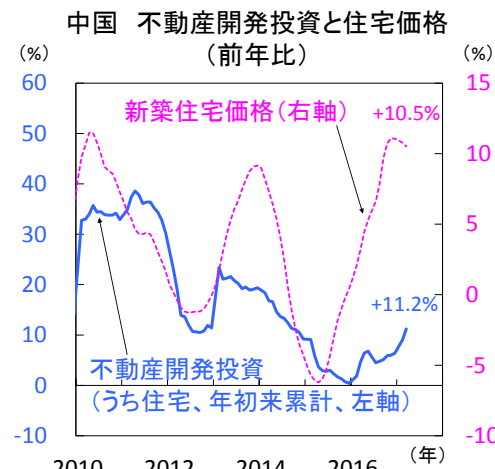
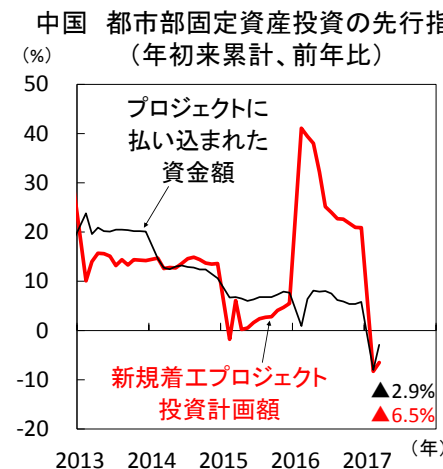
注) 左図：アジアは日本・韓国・香港・台湾・インド・ASEANの合計とした。直近値は2017年3月時点。
右図：直近値は2017年3月時点。

【図5】雇用環境は改善、インフレ率低下で家計購買力も安定化



注) 左図：各年1月のウェイトで寄与度分解（2017年は2016年ウェイトを利用）。直近値は2017年3月時点。
右図：実質可処分所得は都市部ベース。直近値は2017年1-3月期時点。

【図6】インフラ・不動産投資は年末に向け減速の公算大



注) 左図：直近値は2017年3月時点。
右図：新築住宅価格は70都市の単純平均で当社経済調査室が算出。直近値は2017年3月時点。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

⑥為替：トランプ政権への期待感が後退、円安ドル高への戻りは目先限定的か

● 中東や朝鮮半島の地政学リスクが警戒され円高が一時進行

4月のドル円相場は、米国のシリア爆撃や北朝鮮の核開発を巡る米朝関係の緊迫化に伴うリスク回避的な流れに押され、17日に一時1米ドル=108円13銭まで円高ドル安が進みました。その後は、これら地政学リスクへの警戒が和らぎ、フランス大統領選挙の第1回投票（23日）結果が判明すると、決選投票（5月7日）で親EU（欧州連合）のマクロン候補勝利の公算が高まったとの安心感も加わり、再び円安ドル高に転じ月初の111円台まで戻しました。

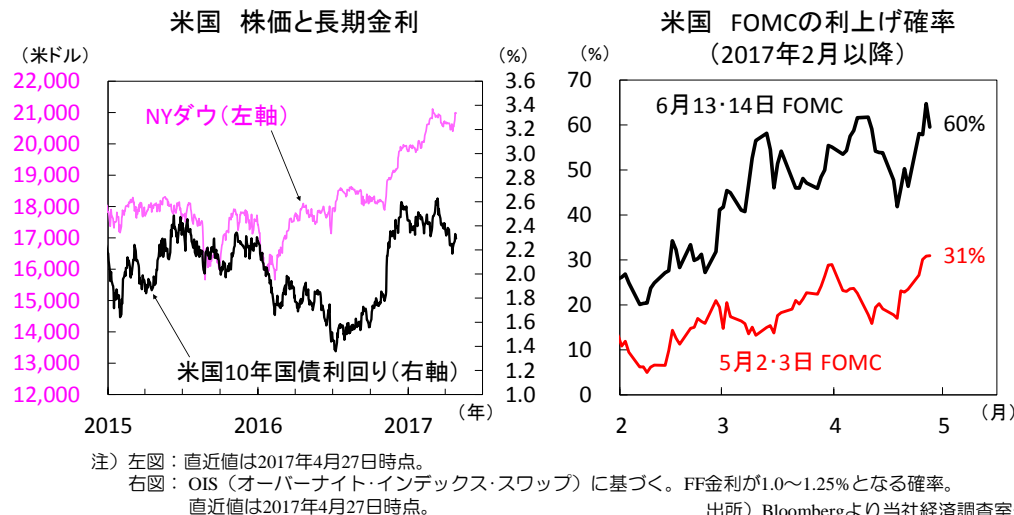
ただし、同決選投票では反EUのルペン候補勝利の可能性も捨てきれず予想を許しません（詳細は3・4頁）。仮にルペン候補勝利ならフランスに留まらず欧州の政治不安定化リスクが意識され、金融市場では米国中心に株安・長期金利低下などリスク回避の動きが加速すると予想されます（図1）。世界的な景気楽観論や6月の米国追加利上げ観測の後退にもつながるとみられ、日米金利差縮小などを材料に、円高ドル安が進む可能性があります（図2）。

● 財政政策期待は薄れるも、自律回復の動きを強める米国

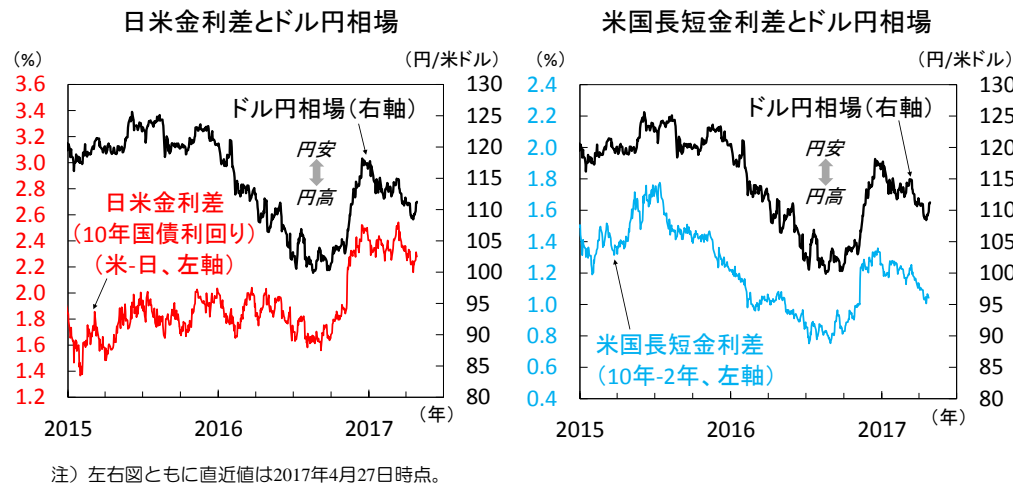
円安ドル高定着の条件として、米国が利上げを続け、かつ景気は磐石との見方が保たれる必要があると考えます。ただし景気指標、特に米大統領選後に予想比上振れが続いた企業心理は足元頭打ちとなり（図3）、インフレ期待も弱まるなど選挙後に見られた市場の高揚感は薄れつつあります（図4）。冒頭の地政学リスクの誘因となったトランプ政権の対外強硬姿勢というマイナス面が目立ち始めた一方、市場が待ち望む大型減税・インフラ投資の実現性に懐疑的な見方が台頭、財政政策を当て込んだ米国景気過熱・利上げ加速シナリオが修正を迫られるなか、一段の円安ドル高は目先困難と考えます。

一方、在庫調整が進んだ製造業を含め、企業部門は雇用拡大に前向きな姿勢を保ち（図5）、設備投資増強の兆しを見せるなど安定感を増しています（図6）。米国の安定した景気回復、それに伴い慎重な利上げ路線が堅持されるとみられるなか、円高深押しリスクも限られるとみています。（瀧澤）

【図1】4月にリスク回避色強まるも、6月利上げ観測は堅持



【図2】米国の長短金利差縮小は景気楽観論の後退を反映か



【図3】 製造業の生産回復は続くも、その勢いは鈍化の兆し

米国 製造業景気指数 (公表期間別)

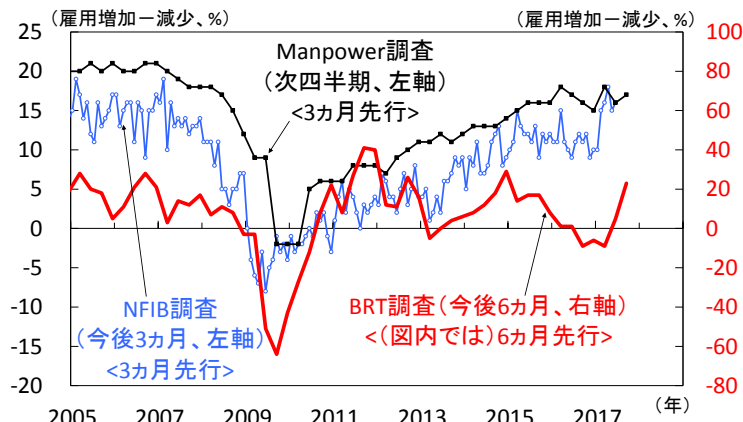
	2016年								2017年			
	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月
ニューヨーク連銀 (4月17日)	▲9.0	3.7	▲0.5	▲3.2	▲1.2	▲5.5	2.2	7.6	6.5	18.7	16.4	5.2
フィデルフィア連銀 (4月20日)	▲1.5	4.1	▲0.9	4.3	11.6	11.1	8.7	19.7	23.6	43.3	32.8	22.0
マークイットPMI (4月21日)	50.7	51.3	52.9	52.0	51.5	53.4	54.1	54.3	55.0	54.2	53.3	52.8
ダラス連銀 (4月24日)	▲19.8	▲17.3	0.1	▲4.8	▲2.1	0.6	12.5	17.7	22.1	24.5	16.9	16.8
リッチモンド連銀 (4月25日)	0	▲10	10	▲11	▲8	▲4	4	8	12	17	22	20
カンザスシティ連銀 (4月27日)	▲4	2	▲5	▲3	4	4	0	9	9	14	20	7
シカゴ購買部協会 (4月28日)	50.3	55.5	54.6	51.6	54.0	51.8	57.2	53.9	50.3	57.4	57.7	---
ISM (5月1日)	51.0	52.8	52.3	49.4	51.7	52.0	53.5	54.5	56.0	57.7	57.2	---

注) カッコ内日付は直近2017年4月値公表 (または予定) 日。塗りつぶし部分 ■ は上記期間内のピーク値。業況拡大・縮小の境目はマークイットPMI・シカゴ購買部協会・ISMの指数が50、各地区連銀の指数が0。

出所) 各地区連銀、マークイット、シカゴ購買部協会、米ISMより当社経済調査室作成

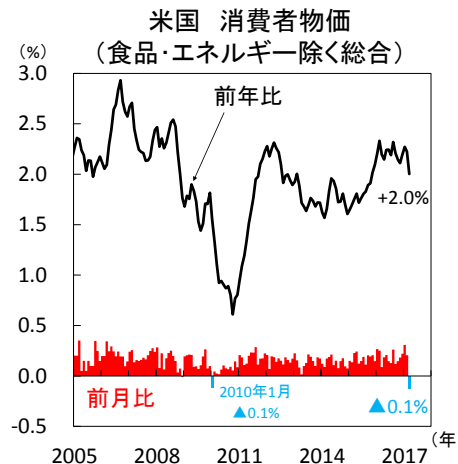
【図5】 米国企業は採用拡大に前向きな姿勢を維持

米国 雇用見通し (調査機関別)



注) Manpower調査は18,000超の雇用主、NFIB (全米独立事業者協会) 調査は10,000超の中小企業、BRT (米経済団体ビジネス・ラウンド・テーブル) 調査は約200の企業CEOを対象。直近値はNFIB (月次) が2017年3月、BRT調査が同年1-3月期、Manpower調査が同年4-6月期 (四半期) 調査時点。
出所) NFIB、Business Roundtable、Manpower社より当社経済調査室作成

【図4】 コア物価は7年ぶりに前月比低下、インフレ期待も低下



注) 左図: 直近値は2017年3月時点。

右図: 5年物5年先ブレークイーブンインフレ率。直近値は2017年4月27日時点。

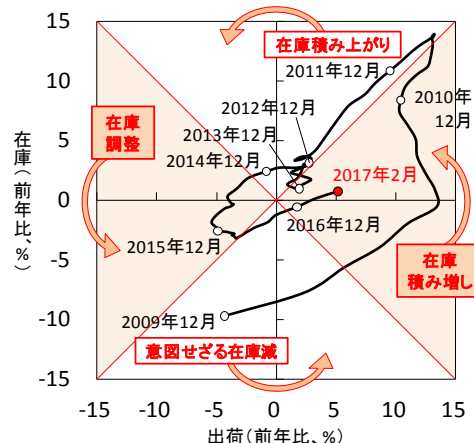
米国 期待インフレ率



出所) 米労働省、Bloombergより当社経済調査室作成

【図6】 製造業の事業環境は安定、設備投資底打ちの期待も

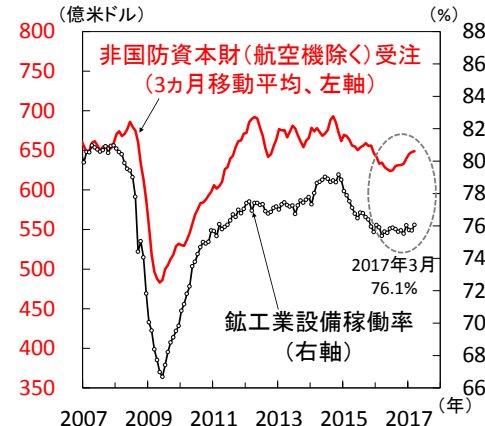
米国 製造業在庫循環



注) 左図: 3ヵ月移動平均値。対象期間は2009年12月~2017年2月。

右図: 非国防資本財受注の直近値は2017年2月時点。

米国 資本財受注と設備稼働率



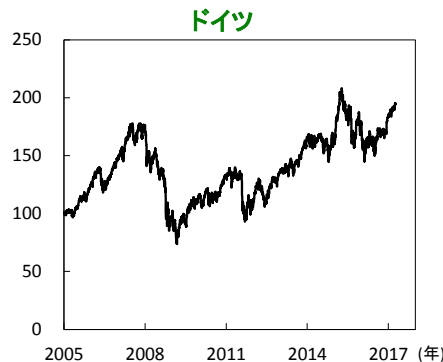
出所) 米商務省、FRBより当社経済調査室作成

Ⅱ. 国際金融市場の動向

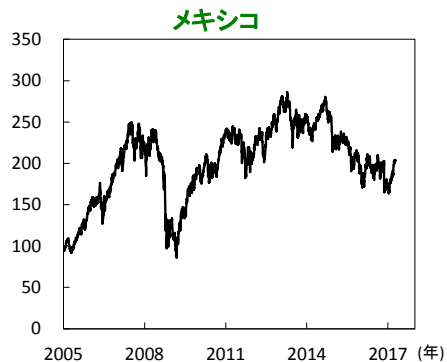
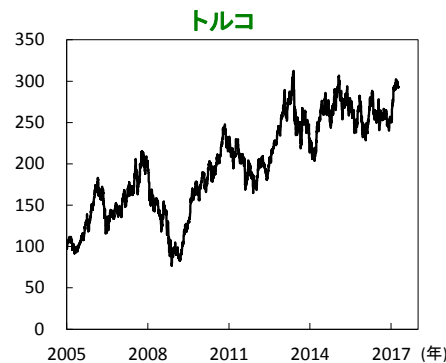
①株式：地政学リスク後退で4月は月末にかけ反発基調

(すべて2005年初=100)

先進国



新興国

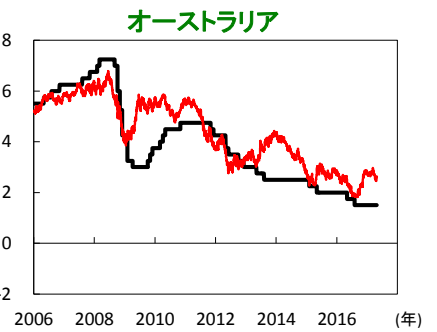
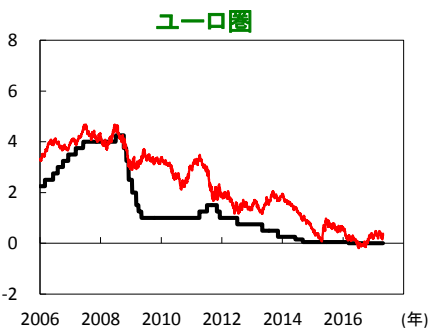
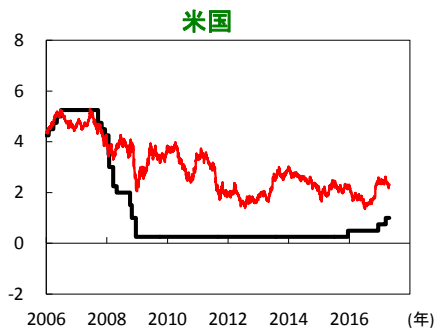
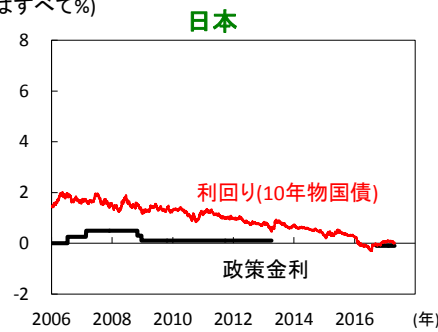


注1) 2005年初=100として当社経済調査室が指数化。直近値は2017年4月27日、注2) 先進国はMSCI WORLD、新興国はMSCI EMの国別指数に基づく（現地通貨ベース、配当後）。 出所）MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成

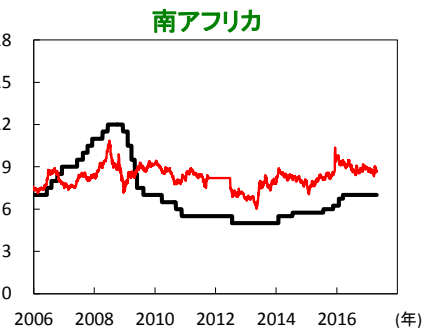
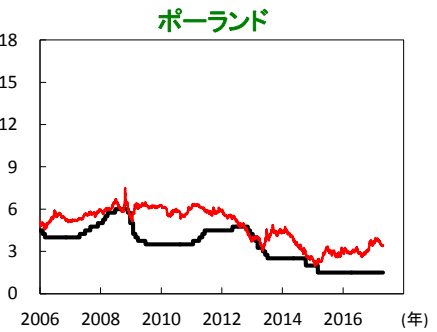
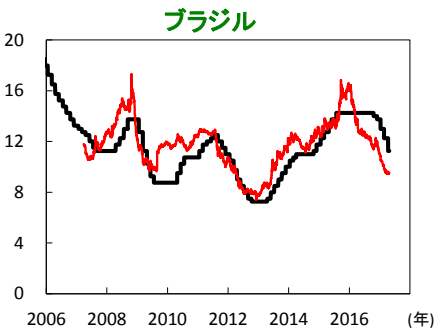
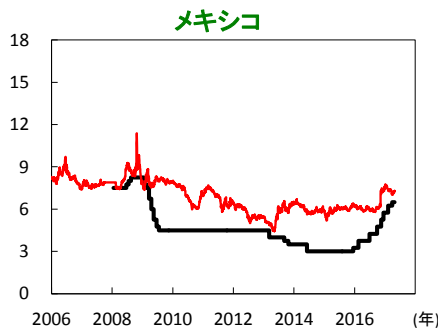
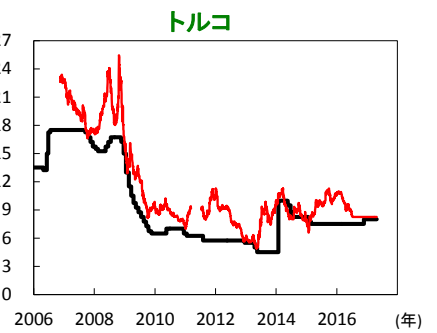
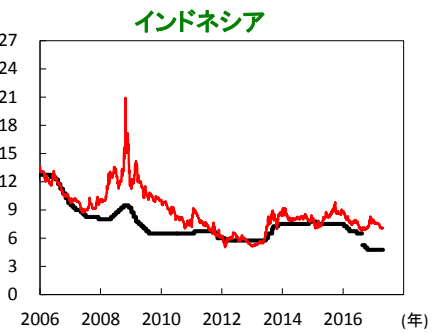
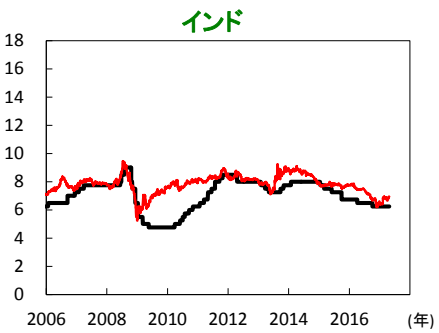
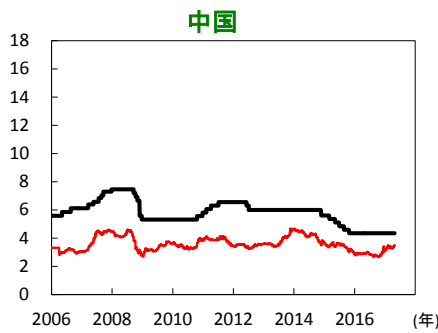
②金利：トランプ政権への期待感薄れ、金利上昇圧力は高まらず

(単位はすべて%)

先進国



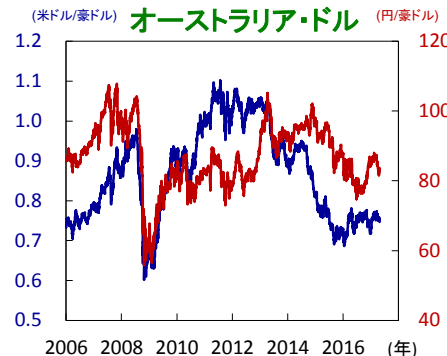
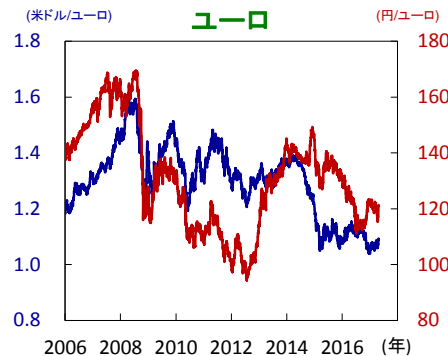
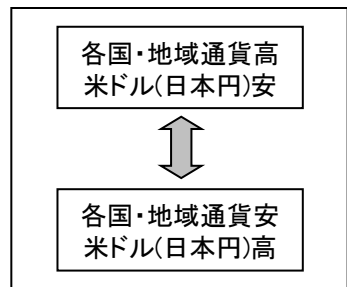
新興国



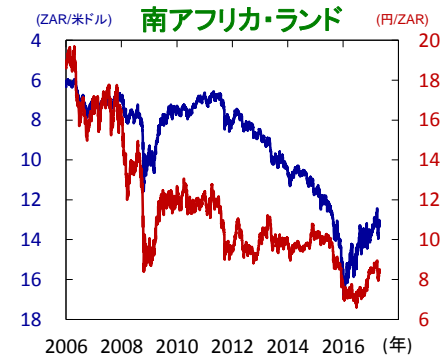
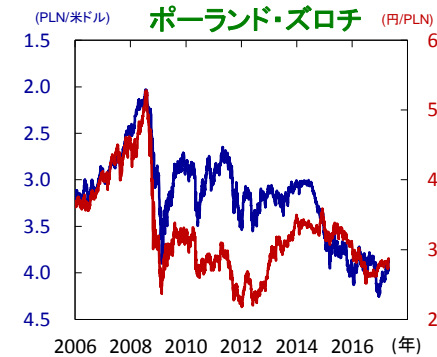
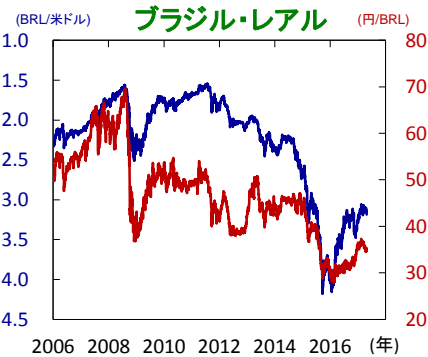
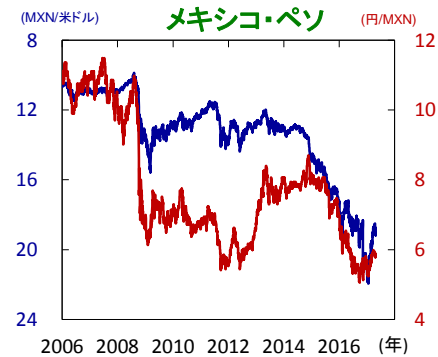
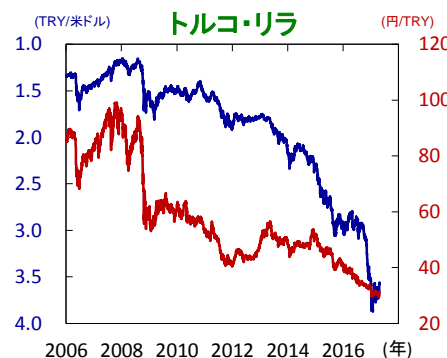
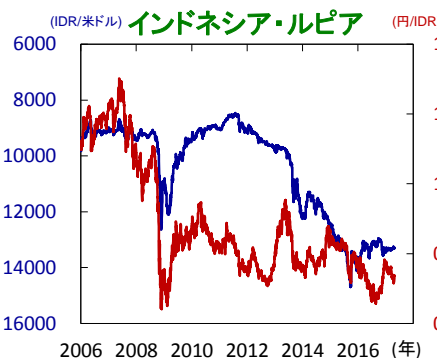
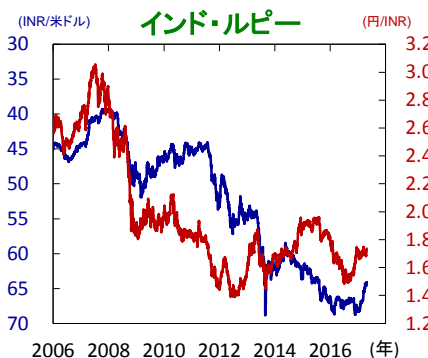
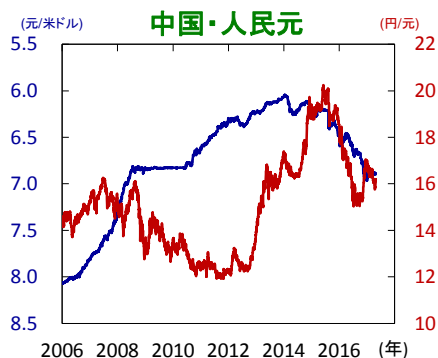
注1) 政策金利は、日本：無担保コールレート（翌日物）、米国：FFターゲットレート、ユーロ圏：リファイナンス・レート、オーストラリア：キャッシュレートを使用。中国：1年もの最優遇銀行貸付金利、インド：RBIレポ金利、インドネシア：2016年8月18日までBI金利、以降は7日物リバース・レポ金利、トルコ：2010年5月18日まで翌日物借入金利、以降は1週間レポ金利、メキシコ：翌日物金利、ブラジル：SELIC金利誘導目標、ポーランド：2週間レポ金利、南アフリカ：レポ金利を使用。
 注2) 国債利回りは、ユーロ圏：ドイツの10年国債利回り、トルコ：2年国債利回り、ブラジル：2年国債利回り、南アフリカ：10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4月27日。注5) 一部データの欠損あり。
 出所) Bloombergより当社経済調査室作成

③ 為替：フランス大統領選挙で親EUマクロン候補勝利への期待高まりユーロが急伸

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4月27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4月26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	0.6	▲0.2	11.5			0.6	▲0.2	11.5	21.8	54.8	9.8	10.3	▲0.4	1.6		
		海外先進国	2.3	5.1	17.3	2.5	5.4	14.9	2.2	2.3	14.7	30.2	48.8	20.1	▲0.8	6.0	3.5	
		新興国	1.8	5.2	17.2	1.6	7.6	19.8	1.3	4.6	19.6	31.4	19.1	11.9	▲14.2	8.9	9.4	
	業種別	素材(景気敏感)	1.9	0.2	23.9	2.0	0.8	20.1	1.8	▲2.2	19.8	24.6	25.3	9.1	▲14.5	20.3	3.8	
		エネルギー	0.5	▲5.5	9.1	0.8	▲5.4	5.8	0.5	▲8.4	5.5	15.3	40.2	2.7	▲21.8	24.9	▲10.9	
		IT(情報技術)	2.5	7.9	29.1	2.5	8.2	28.6	2.3	5.2	28.3	26.6	50.7	30.4	5.6	9.3	9.1	
	ヘルスケア	1.3	8.5	6.6	1.4	9.1	5.0	1.2	6.0	4.8	31.2	58.5	32.4	7.5	▲9.0	5.0		
国債	日本	0.4	0.7	▲2.0				0.4	0.7	▲2.0	1.8	2.1	4.5	1.2	3.3	0.0		
	海外先進国	0.6	1.5	0.8	1.1	2.3	▲2.1	0.8	▲0.7	▲2.3	19.8	21.7	17.1	▲3.4	▲2.7	▲3.1		
	新興国(現地通貨建て)	0.2	1.4	6.0	0.0	4.1	4.6	▲0.2	1.0	4.4	24.1	15.0	13.9	▲9.0	4.1	0.1		
	新興国(米ドル建て)				1.2	3.9	9.1	0.9	0.8	8.9	30.2	16.1	21.2	1.6	7.4	0.1		
	ヘッジ有	海外先進国						0.5	1.3	▲0.5	4.9	▲1.5	9.4	0.6	1.4	0.3		
	新興国(米ドル建て)						1.0	3.5	6.7	17.2	▲5.7	7.0	0.8	7.9	4.6			
社債	世界	投資適格					1.0	2.5	1.9	0.8	▲0.6	1.7	23.9	21.5	16.9	▲3.4	1.6	▲2.2
		ハイイールド						1.9	2.8	12.3	1.6	▲0.2	12.1	32.1	29.4	13.6	▲3.8	12.1
	新興国	投資適格					0.8	2.5	5.3	0.6	▲0.5	5.0	26.0	19.5	19.3	0.2	3.6	▲1.9
	(米ドル建て)	ハイイールド					1.7	3.6	15.1	1.5	0.5	14.9	33.9	21.9	12.9	3.8	14.9	0.3
その他債券	転換社債	先進国	2.2	3.3	13.7	2.3	3.9	12.5	2.0	0.9	12.3	25.1	38.6	17.5	1.6	5.0	1.4	
		新興国	2.2	5.4	5.2	2.5	6.1	3.4	2.3	3.1	3.2	28.6	33.9	15.5	4.3	▲5.9	3.0	
	物価連動国債	先進国				1.7	2.9	3.5	1.4	▲0.1	3.2	19.7	16.6	17.8	▲4.3	1.3	▲2.0	
	新興国				▲1.7	6.2	14.6	▲2.0	3.2	14.4	30.6	6.3	15.6	▲18.8	20.4	3.0		
その他	リート	先進国				2.5	3.0	3.0	2.3	0.0	2.8	36.3	24.6	37.1	1.6	4.2	▲1.7	
		新興国				▲4.8	5.6	▲0.6	▲5.1	2.6	▲0.8	49.5	9.4	22.8	▲17.2	5.5	2.2	
	商品				▲0.7	▲4.8	0.5	▲0.9	▲7.8	0.3	11.7	11.9	▲3.3	▲24.3	9.1	▲9.0		

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&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室作成

IV. 2017年5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
4/30 (中) 4月 製造業PMI(国家統計局)	2 (日) 日銀金融政策決定会合議事要旨 (3/15~16分)	3 (米) 4月 ADP雇用統計 (米) 4月 ISM(米供給管理協会) 非製造業景気指数 (米) 4月 新車販売台数	4	5 (米) 3月 消費者信用残高 (米) 4月 雇用統計	
5/1 (日) 4月 新車登録台数 (米) 3月 個人所得・消費 (米) 3月 建設支出 (米) 4月 ISM(米供給管理協会) 製造業景気指数	(米) 連邦公開市場委員会(FOMC) (~3日) (中) 4月 製造業PMI(マークイット)	(欧) 1-3月期 実質GDP(1次速報) (他) ブラジル 3月 鉱工業生産	(米) 3月 貿易収支 (米) 3月 製造業新規受注 (豪) 3月 貿易統計		
7 (仏) 大統領選挙(決戦投票)	9 (日) 3月 毎月勤労統計 (米) 3月 卸売売上高 (独) 3月 鉱工業生産 (他) ブラジル 4月 消費者物価(IPCA)	10 (日) 日銀金融政策決定会合主な意見 (日) 3月 景気動向指数 (米) 4月 輸出入物価指数 (米) 4月 月次財政収支 (仏) 3月 鉱工業生産 (伊) 3月 鉱工業生産 (豪) 5月 消費者信頼感指数 (中) 4月 消費者物価指数 (中) 4月 生産者物価指数	11 (日) 3月 経常収支 (日) 4月 銀行貸出 (日) 4月 景気ウォッチャー (米) 4月 生産者物価 (英) 3月 鉱工業生産 (他) ブラジル 3月 小売売上高	12 (日) 4月 マネーストック (米) 3月 企業売上高・在庫 (米) 4月 消費者物価 (米) 4月 小売売上高 (米) 5月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(速報) (欧) 3月 鉱工業生産 (独) 1-3月期 実質GDP(1次速報)	
8 (日) 4月 消費者態度指数 (豪) 3月 住宅建設許可件数 (豪) 4月 NAB企業景況感指数					
15 (日) 4月 企業物価指数 (米) 5月 ニューヨーク連銀景気指数 (米) 5月 全米住宅建築業協会 (NAHB)住宅市場指数 (中) 4月 鉱工業生産	16 (日) 3月 第3次産業活動指数 (米) 4月 鉱工業生産 (米) 4月 住宅着工・許可件数 (欧) 1-3月期 実質GDP(2次速報) (独) 5月 ZEW景況感指数 (伊) 1-3月期 実質GDP(1次速報) (英) 4月 消費者物価指数 (英) 4月 生産者物価指数	17 (日) 3月 機械受注統計 (日) 3月 製造工業 稼働率指数	18 (日) 1-3月期 実質GDP(1次速報) (豪) 4月 雇用統計	19	
22 (日) 4月 貿易統計	23 (米) 4月 新築住宅販売件数 (独) 1-3月期 実質GDP(2次速報) (独) 5月 ifo景況感指数	24 (米) 4月 中古住宅販売件数 (米) FOMC議事録(5月2~3日開催分) (独) 6月 GfK消費者信頼感指数	25 (米) 4月 卸売売上高 (英) 1-3月期 実質GDP(2次速報)	26 (日) 4月 企業向けサービス価格 (日) 4月 消費者物価指数(総務省) 4月 消費者物価指数(日銀) (米) 1-3月期 実質GDP(2次速報) (米) 4月 耐久財新規受注 (米) 5月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(確報)	
29	30 (日) 4月 商業販売統計 (日) 4月 家計調査 (日) 4月 労働関連統計 (米) 3月 S&P/ケース・シー住宅価格指数 (米) 4月 個人所得・消費 (米) 5月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード) (仏) 1-3月期 実質GDP(2次速報)	31 (日) 4月 鉱工業生産 (米) 4月 中古住宅販売仮契約指数 (米) 5月 シカゴ購買部協会景気指数 (米) ページブック (地区連銀経済報告) (中) 5月 製造業PMI(国家統計局) (他) ブラジル 9月 失業率	6/1 (日) 1-3月期 法人企業統計調査 (日) 5月 新車登録台数 (米) 4月 建設支出 (米) 5月 ADP雇用統計 (米) 5月 ISM(米供給管理協会) 製造業景気指数 (伊) 1-3月期 実質GDP(2次速報)	2 (日) 5月 消費者態度指数 (米) 4月 貿易収支 (米) 5月 新車販売台数 (米) 5月 雇用統計 (他) ブラジル 4月 鉱工業生産 (他) ブラジル 1-3月期 実質GDP (中) 5月 製造業PMI(マークイット)	

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室作成

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。
- 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4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、見通しの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国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。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。

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よる事前の承諾なくJ.P. Morgan EMBI Global Diversified、J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified、J.P. Morgan GBI-EM Broadを複製、使用、頒布することは禁じられています。Copyright © 2017 J.P. Morgan Chase & Co. 無断複製・転載を禁じます。

バークレイズ・インデックスは、バークレイズ・バンク・ピーエルシーおよび関連会社（バークレイズ）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バ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、レビューし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