

I. 主要国の投資環境見通し	p.1-12			
①米国	景気反発力の強弱を探る展開へ	... 1-2			
②欧州	フランス、英国議会選は順当か。ECBの金融政策はまだまだリスク資産の味方	... 3-4			
③日本	新年度入りで株価は一段高の可能性	... 5-6			
④オーストラリア	雇用での改善は見られるも、商品市況・対米利回り格差縮小はネガティブ	... 7-8			
⑤中国	景気の急回復局面は一服、今後は経済安定に向け緩やかな景気減速を予想	... 9-10			
⑥為替	米国の利上げペースに対する見方が変わらない間、ドル円相場は方向感出づらい展開か	... 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6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：景気反発力の強弱を探る展開へ

● 足元の景気の堅調さを確信も、先行きの不透明感高まる

大統領によるFBI長官の解任を皮切りに、政権とロシアの癒着疑惑は混迷を深め、大統領弾劾の可能性まで浮上。財政政策の早期実現は一層困難さを増すとの見方から期待が急後退し、金融市場が一時大きく動揺するも、企業決算や経済成長の堅調さを支えに株式市場は上昇基調を取り戻しつつあります。

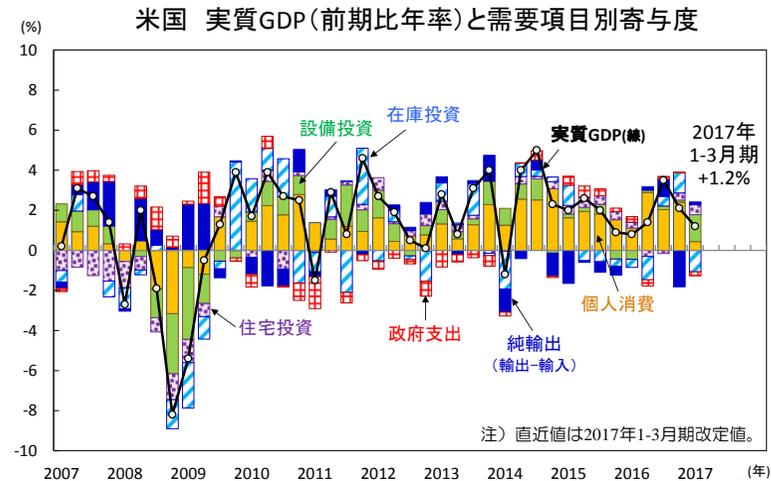
1-3月期の実質GDPは前期比年率+1.2%と、設備投資が高い伸びを示すも悪天候等による個人消費の低迷を主因に急減速しました(図1)。政策を据置いた5月FOMC(連邦公開市場委員会)は、景気減速を一時的と判断。4月の雇用者数や小売売上高は伸びの再加速を見せ、消費マインドは高水準を保っています(図2)。4月鉱工業生産も大幅に増加し(図3左)、景気拡大の継続が示され、金利先物市場は6月の利上げ実施を9割超の高確率で織込んでいます。

一方で、景気先行きへの市場の自信は揺らぎ、7月以降の金融政策を巡る見解は割れています。4月の企業景況感は製造業や中小企業を中心に低下が続きました(図3右)。1-3月期の家計債務残高は過去最高となり、延滞率は低位ながらも上昇を継続し、賃金が伸び悩む元での消費改善余地の狭まりを示唆(図4)。4月の生産者物価や輸入物価は上昇が加速も、消費者物価まで波及せず、弱含むインフレも懸念されています(図5左)。労働分配率が底打ちし、労働市場が逼迫を続ける中、賃金上昇に伴う所得増を起点に、消費増→生産増→所得増の好循環を再度勢いづかせられるかが今後最大の焦点となりそうです(図5右)。6月FOMCにて示される参加者の経済・物価見通しや、保有資産縮小策を含めた政策見通しも重要な判断材料として大いに注目されます。

● 政治混乱は長期化の様相、議会動向を慎重に見極め

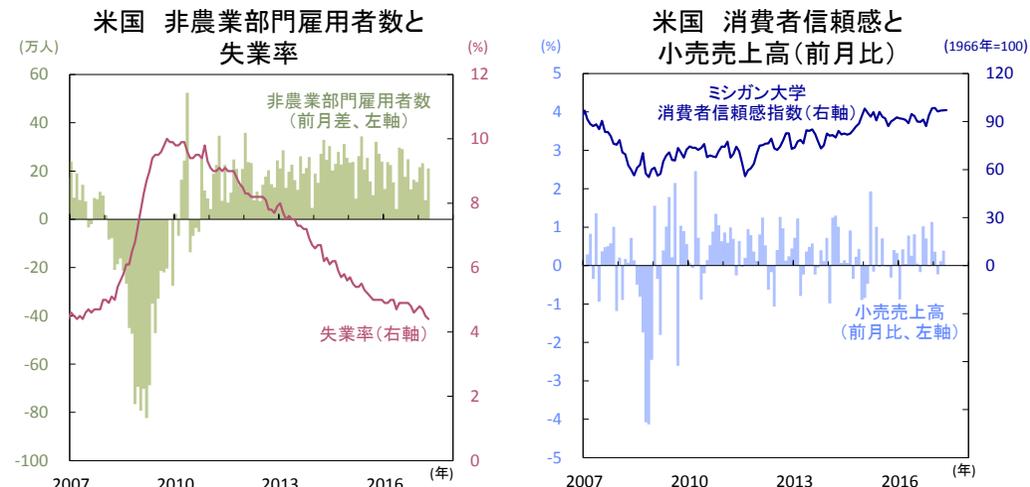
政権が提出した予算教書は、従来の主張に加え財政黒字化を目標に低所得者向け歳出の大幅削減を盛り込み、楽観的な経済成長見通しを掲げ所とした実現性に乏しいものでした(図6)。予算教書は議会による予算法案策定の検討材料にすぎず、市場の関心は既に法案の具体的内容や協議進展に移っています。減税規模や財源、歳出規模が依然注目されるも、債務上限問題も残る中、政治混乱に伴う協議停滞が目下最大の懸念事項となりそうです。(吉永)

【図1】1-3月期の成長減速は一過性



出所) 米商務省より当社経済調査室作成

【図2】労働市場は拡大を続け、個人消費に持ち直しの兆し



出所) 米労働省、米商務省、ミシガン大学より当社経済調査室作成

【図3】生産活動は拡大も、頭打ちする景況感を不安視

米国 鉱工業生産(前年比)と設備稼働率



注) 左右両図の直近値は2017年4月。

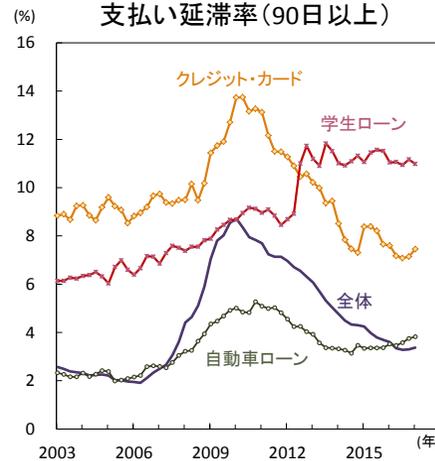
米国 企業景況感



出所) FRB、ISM、NFIBより当社経済調査室作成

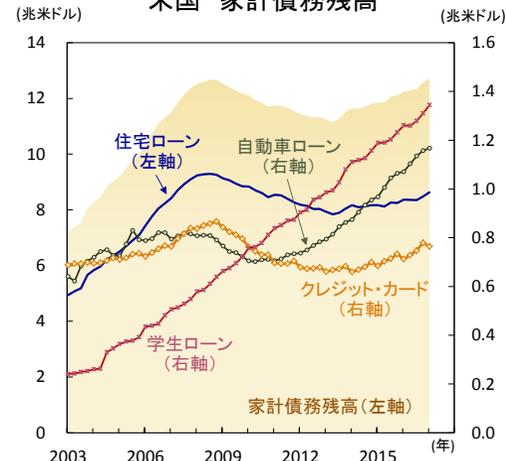
【図4】家計の債務負担は消費伸び率上昇の重しか

米国 家計債務の支払い延滞率(90日以上)



注) 左右両図の直近値は2017年1-3月期(四半期)。

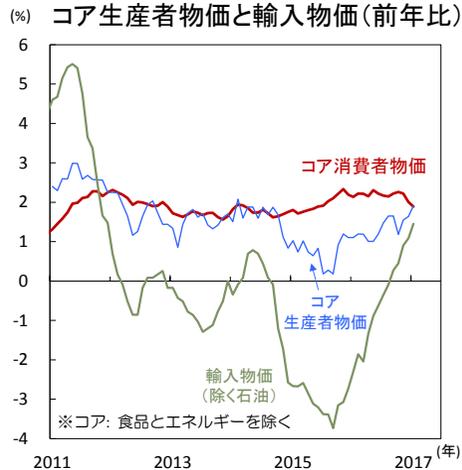
米国 家計債務残高



出所) ニューヨーク連銀より当社経済調査室作成

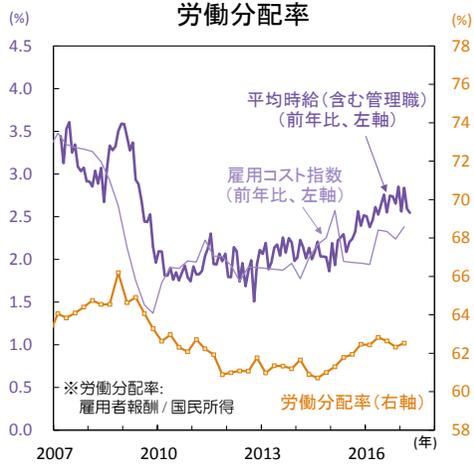
【図5】高まるインフレ鈍化懸念、賃金上昇力に期待

米国 コア消費者物価とコア生産者物価と輸入物価(前年比)



注) 左図の直近値は2017年4月。右図の直近値は、雇用コスト・労働分配率が2017年1-3月期(四半期)、平均時給が2017年4月(月次)。

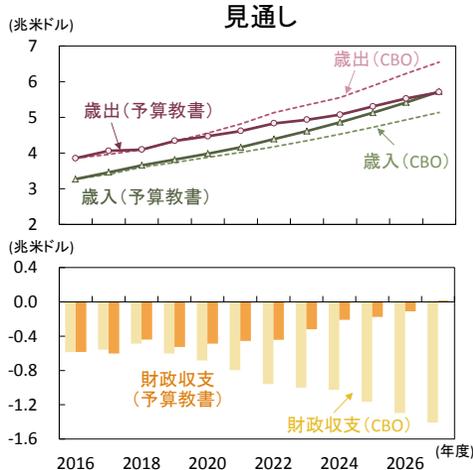
米国 平均時給、雇用コストと労働分配率



出所) 米労働省、米商務省より当社経済調査室作成

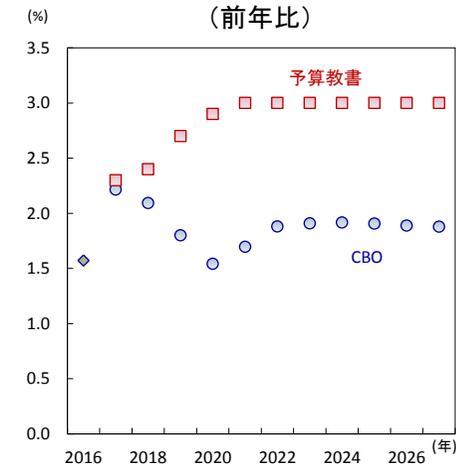
【図6】予算教書は実現性に乏しく、市場は反応せず

米国 財政収支と歳出入の見通し



注) CBO: 議会予算局、CBO見通しは2017年1月時点。予算教書は2018財政年度(2017年5月23日提出)。

米国 実質GDP成長率見通し(前年比)



出所) ホワイトハウス、CBOより当社経済調査室作成

②欧州：フランス、英国議会選は順当か。ECBの金融政策はまだまだリスク資産の味方

● フランスと英国で議会選

■ 英議会選は、保守党が改選議席数+aをどれほど伸ばせるかが焦点

英国では6月8日に議会選（図1左）を控えます。

今回の選挙でBREXIT（英国のEU（欧州連合）離脱）自体は覆らないとみています。昨年6月の国民投票来、意外にも底堅い英景気、国民の約8割がEU不支持という事実がEU離脱を覆す大きな壁になるとみられるためです。英メイ首相は今回の議会選を通じ、BREXIT交渉における国内支持基盤の強化と共に最終合意事項を議会に諮る段階でゲタが外されないようにするためとみています。道無き道（離脱交渉）を進むには軽自動車より頑丈な四輪駆動車に乗り突進したい、今（解散直前）の支持率ならば乗換えは可能だということでしょう（図1右）。

但し、足元はメイ首相の思惑とは裏腹に与党保守党の支持率は労働党の肉薄を許しています。与党公約の不評（特に介護費用負担増）に加え、爆破テロなど世論を揺さぶる事件も影響してまいしょう。もっとも、英支持率調査は過去をみても労働党が過大評価、保守党が過少評価というやや不可解な傾向があり、この経験則を踏まえると保守党が改選前議席数を減らす可能性は低いとみています。

■ フランス議会選は、

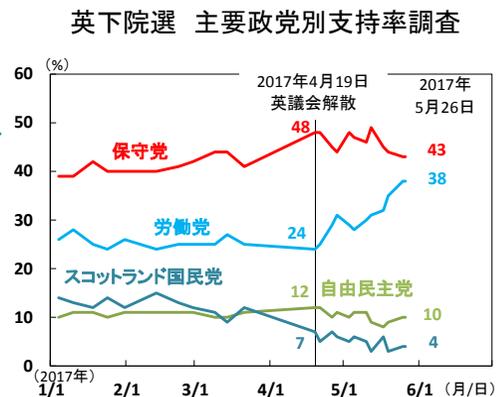
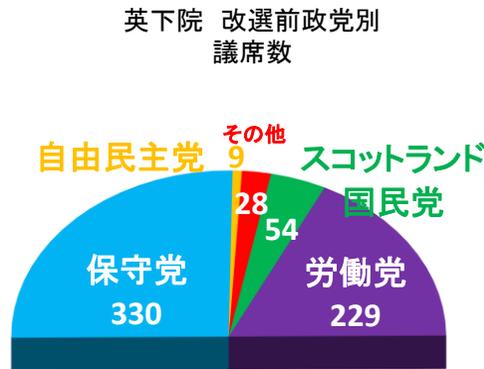
マクロン新党「共和国前進」が単独過半数を獲得できるかが焦点

フランスでは6月11日、18日に議会選（図2左）を控えます。

今回の選挙の焦点は、1958年の第5共和制以来、2大政党（共和党・社会党）以外で初の大統領となったマクロン大統領率いる中道派の新政党、「共和国前進」が単独過半数を獲得できるかです。目下の政党別支持率調査によると、共和国前進は首位を独走、仏有権者はマクロン大統領に2大政党以上に期待を寄せています（図2右）。マクロン新党が単独過半数を得る可能性が高いとみています。

また別の民間調査によると、マクロン新政権の支持率は65%と高く、うち54%はフランスが抱える様々な問題点を解決できると回答しています。マクロン大統領は国内労働市場改革にまず着手するとしています。大統領は、法律より強いと言われる労働組合組織と共に柔軟性の高い労働市場を構築、労働改革で経済が息を吹き返した2000年代初頭のドイツ、最近のスペインに追随したい考えです。

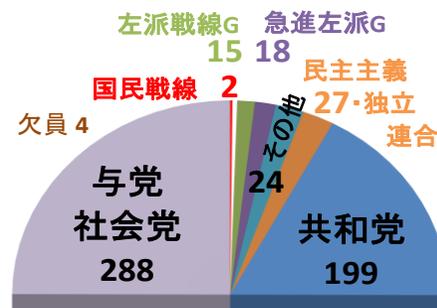
【図1】英下院選は保守党が過半数+α議席を確保する見込み



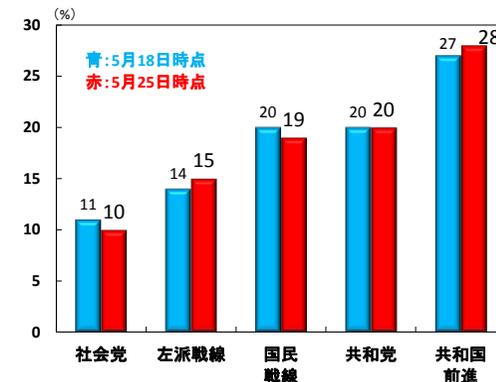
出所) 英議会HP、Bloombergより当社経済調査室作成

【図2】マクロン新党強し。単独過半数の勢い

フランス下院 改選前政党別議席数



フランス下院選第一回投票 主要政党別支持率調査



出所) フランス下院、Bloombergより当社経済調査室作成

● ECB(欧州中銀)の出口戦略はまだまだ先

■金融緩和維持へのコミットがリスク資産に収益機会を提供

フランス下院選と共に、ユーロ圏における6月の注目材料は8日開催のECB理事会です。足元景況感指数が示唆するユーロ圏景気の先行きは堅調と見込まれます(図3左)。これを受けてECBの金融政策も緩和姿勢が一部解除されるとの見方が市場参加者の間で高まりをみせています。確かにユーロ圏消費者物価上昇率は+1.9%(4月)と、ECBが目標とする「+2.0%を下回り、かつこれに近い水準」に接近しています(図3右)。前出のユーロ圏景況感の強さは現在の中銀預金金利のマイナス幅縮小を正当化するほどの強さをみせています(図4左)。

このため、6月のECB理事会では、景気・物価見直しに対するリスクをこれまでの「下振れ」から「中立」へと変更する可能性はありましよう。しかし、同時に現在の金融緩和姿勢を少なくとも年内は維持することも強調するとみています。ECBは物価の持続的上昇にまだ自信を深めていないとみられるためです。ECBが出口戦略に向かうには、民間非金融部門(家計・企業)が实体经济、マネーの両面から物価上昇圧力を醸成する必要があるとみえています。

現在のユーロ圏の景気加速によって醸成されるインフレ圧力はさほど強くありません。一般的に景気が改善傾向を示すと経済の需要と供給バランスが供給超過から需要超過へと変化しインフレ圧力を醸成します(図4右)。EU委員会やその他国際機関等の予測では、こうした状況は総じて来年以降に作られるとの見立てです。また、こうした過程では、需要の拡大に伴い生産の増強や雇用の拡大、そして賃金の上昇へ波及します。目下、この賃金の上昇は非常に緩やか、先行きも物価上昇をもたらすほどの力強さはまだないようです(図5左)。

一方、マネーの面でも物価上昇圧力は緩慢です。マネーサプライ(M3)の伸び率はかつてほどの勢いはないことに加え、民間貸出によるマネー創出力もいまだ脆弱です(図5右)。足元のM3伸び率の約半分はECBによる国債等の買取(PSPP)が寄与、この力が弱まればマネーによる物価上昇圧力も剥落します。

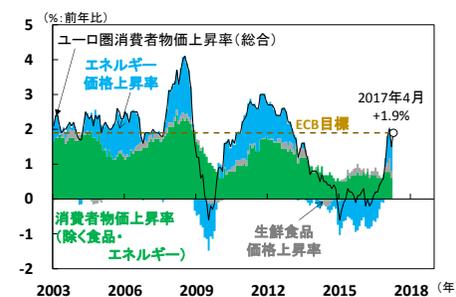
ECBドラギ総裁は現在の金融緩和策を変更、すなわち出口戦略を志向するための4つの条件(物価が①持続的、②安定的、③自律的、④域内広範で目標値に向かうこと)を示しています。目下この4条件を満たす確信を持てるのはドイツのみ、出口戦略は時期尚早と言えるでしょう。景気モメンタム加速と金融緩和維持は、株式等のリスク資産に収益機会を提供するとみえています。(徳岡)

【図3】ユーロ圏景気は堅調、物価も目標値へ接近

ドイツ IFO景況感指数と耐久財生産

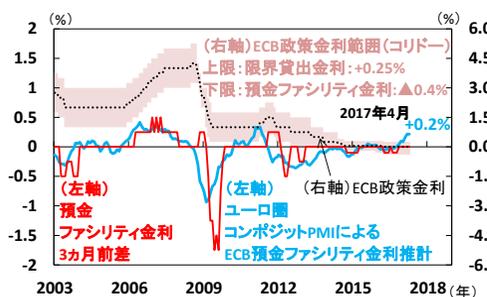


ユーロ圏消費者物価上昇率 要因分解

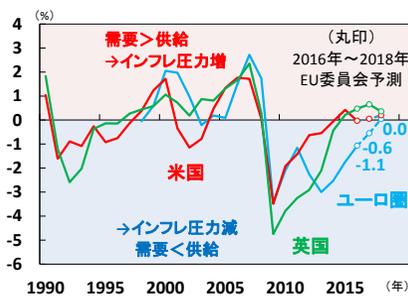


【図4】景気モメンタムはマイナス金利縮小を示唆。しかし、ECB政策金利 預金ファシリティ金利変化推計

ユーロ圏と米国、英国 需給ギャップ

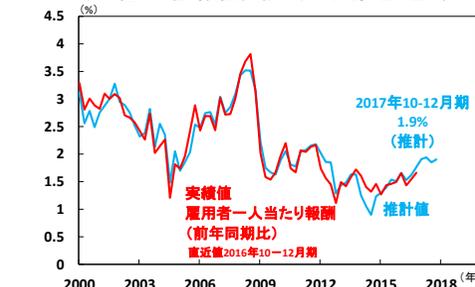


ユーロ圏と米国、英国 需給ギャップ

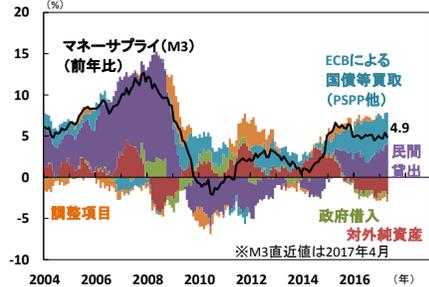


【図5】金融政策が出口を志向するほど物価上昇圧力高くない

ユーロ圏雇用者報酬(前年同期比)とその推計



ユーロ圏M3供給主体別要因分解



注) 図4左の推計(マークイットPMI、投入・支払価格、生産から推計)、及び図5左の推計(生産性、物価、失業率、総報酬から推計)は当社経済調査室による。
出所) マークイット、Bloomberg、EU委員会、Eurostat、IFO、ECB、Thomson Reuters Datastreamより当社経済調査室作成

③日本：新年度入りで株価は一段高の可能性

●日本は内需主導で安定的な経済成長へ

2017年1-3月期は前期比年率+2.2%と5四半期連続でプラス成長になり、安定した経済成長をみせています。輸出が景気拡大を牽引している上に、個人消費も持ち直していることが背景です（図1）。在庫調整が終わり在庫投資がプラス寄与に転じ、経済対策効果の顕在化で公共投資が増加していることから、先行きも安定的な経済成長が予想されます。また、設備投資も好調な企業収益を背景に増加が見込まれるため、実質GDPは今後もゼロ%台後半と推計される潜在GDP成長率を上回る伸びが期待できるでしょう。

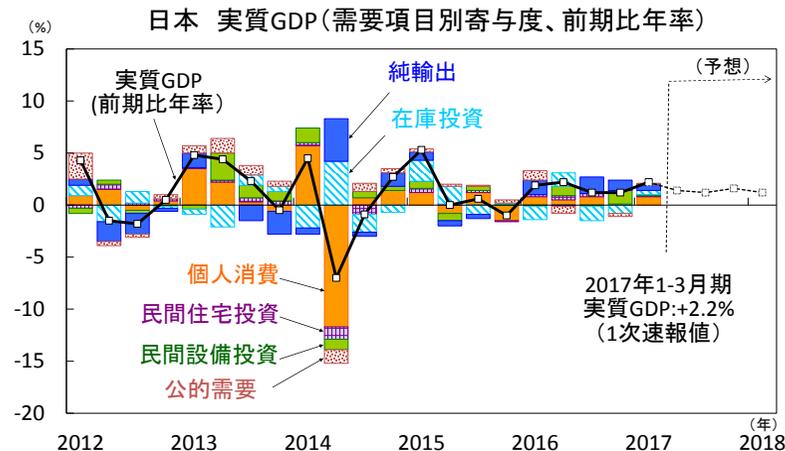
日本経済の成長を輸出が牽引する姿は今後も続くと考えられます。地域別では中国、NIEs向け、財別では電子部品や半導体製造装置といったIT関連財が好調であり、世界的な設備投資需要の拡大による資本財の輸出増も国内景気に大きく寄与しています（図2）。在庫調整の進展や中国経済の安定化でIT・設備投資サイクルが上向いたことで、世界的に製造業部門の回復が鮮明となり、日本経済にも好循環が生じ始めているとみて良いでしょう。

●堅調な企業収益を背景に株価に上昇余地生じる

日本経済には構造改革を進める絶好の機会が訪れています。個人消費の回復の鍵を握るのが賃金上昇であり、労働需給が逼迫するなかで企業が賃金引上げに踏み切れるかが焦点です。特に2008年の金融危機以降は賃金の回復が鈍くサービス消費の低迷につながっており、賃金上昇がようやく回復してきた耐久消費の持続性を左右する要素となるでしょう（図3）。また、主体別にみた国内の資金余剰が企業に偏っている点も問題であり、企業が国内投資の積極化で労働生産性を引き上げていくことが必要です（図4）。

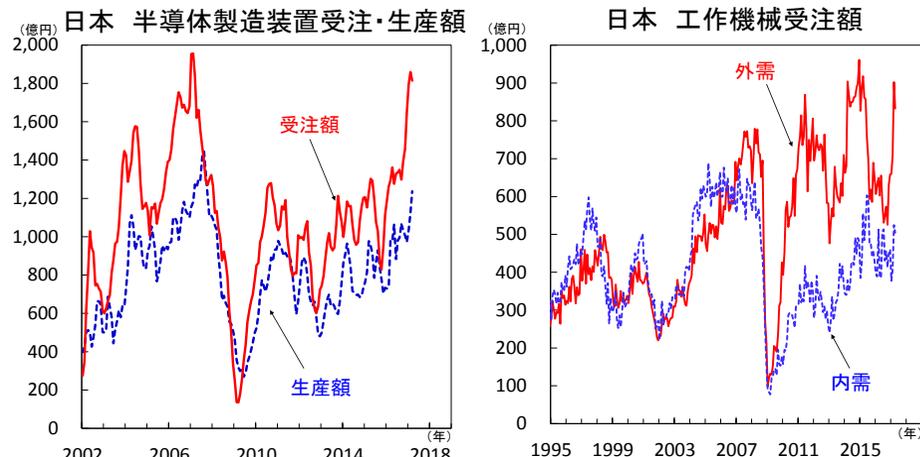
上場企業の1株当たり利益は過去最高を更新しており、株価は予想PERからみて割安と判断できます。円高は業績予想の下振れ要因になるため株価下落の材料になりますが、最近では世界経済の拡大による業績改善期待が強いいため株価は崩れ難くなっています（図5）。海外投資家による日本株の買越額も徐々に増えており、日銀のETF購入に支えられ株式需給は好転、日本株の相対的な割安感からもこの傾向は続くと思われています（図6）。（向吉）

【図1】実質GDPは安定的なプラス成長へ

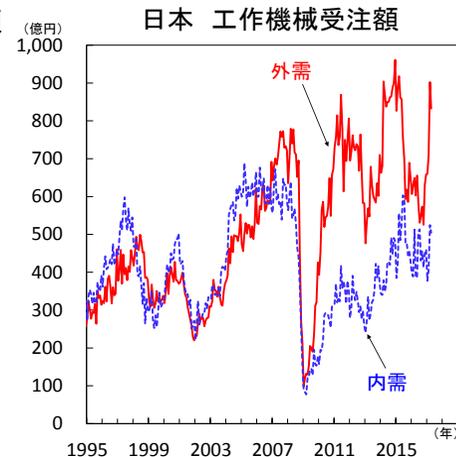


注) 2017年4-6月期から2018年1-3月期までが当社経済調査室の予想値。
出所) 内閣府より当社経済調査室作成

【図2】世界的に好調なIT、設備投資需要が景気を主導

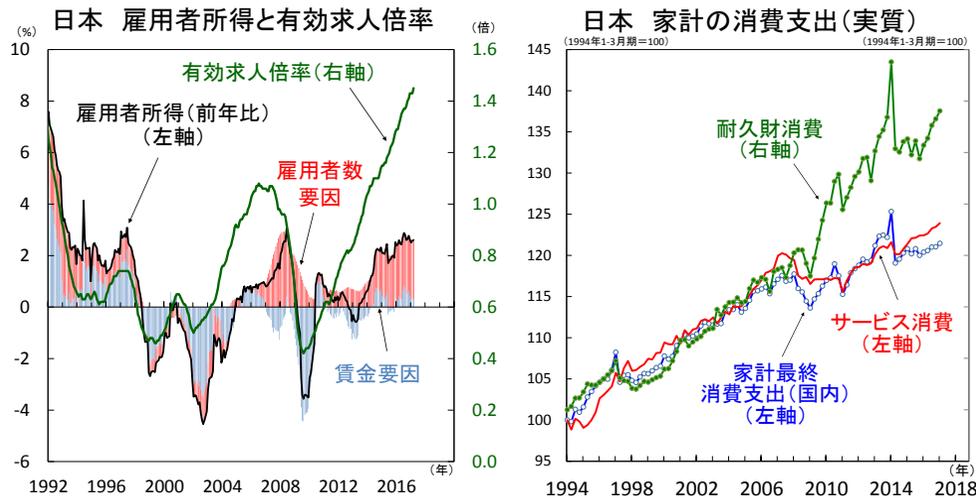


注) 直近値は2017年3月。3ヵ月移動平均値。
出所) 日本半導体製造装置協会より当社経済調査室作成



注) 直近値は2017年4月。
出所) 日本工作機械工業会より当社経済調査室作成

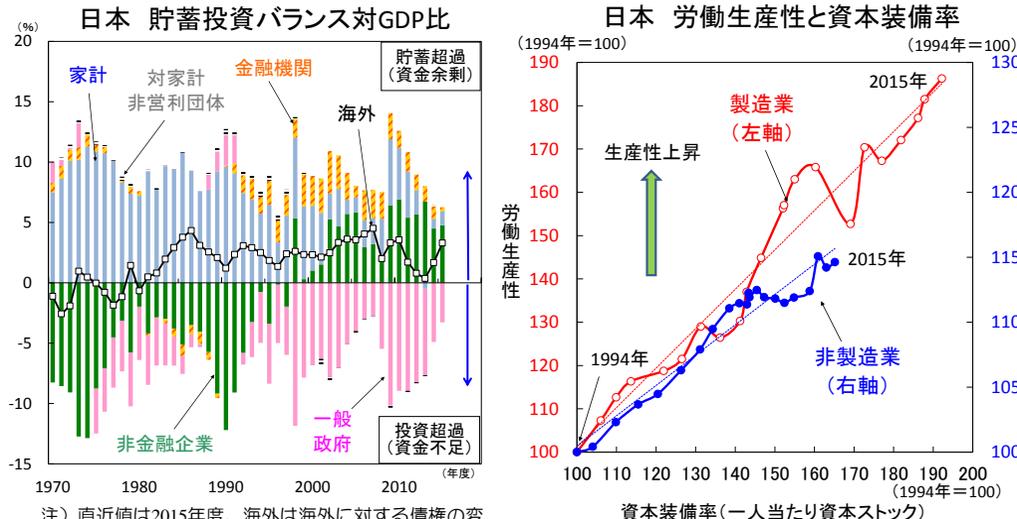
【図3】個人消費は耐久財需要の回復がみられる



注) 直近値は2017年3月。出所) 厚生労働省、総務省より当社経済調査室作成

注) 直近値は2017年1-3月期。出所) 内閣府より当社経済調査室作成

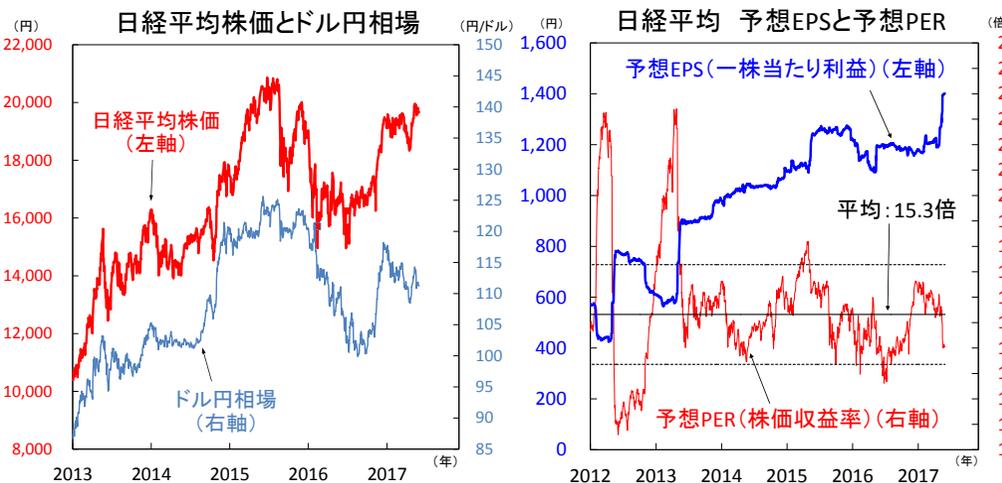
【図4】民間企業を中心に投資主導の景気拡大が望まれる



注) 直近値は2015年度。海外は海外に対する債権の変動。出所) 内閣府より当社経済調査室作成

注) 期間は1994年～2015年。出所) 内閣府

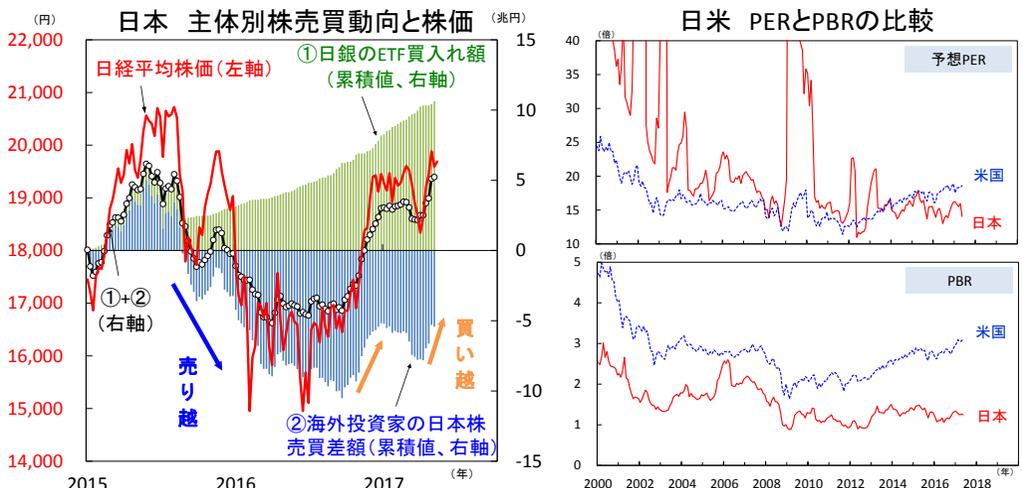
【図5】日経平均株価は2万円台を目指す動きへ



注) 直近値は2017年5月26日。出所) Bloombergより当社経済調査室作成

注) 直近値は2017年5月26日。EPSは日経平均株価をPERで割ったもの。出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図6】海外投資家の日本株買いが株価上昇を主導



注) 直近値は2017年5月第3週。2015年第1週からの累積値。出所) Bloombergより当社経済調査室作成

注) 直近値は2017年5月26日。米国はS&P500、日本は日経平均。出所) Bloombergより当社経済調査室作成

④オーストラリア：雇用での改善は見られるも、商品市況・対米利回り格差縮小はネガティブ

●雇用は失業率が低下、主要輸出品の鉄鉱石価格が軟調

5月の豪ドルは、対米ドルで約0.85%下落と引き続き軟調です（4月▲1.85%、図1左）。経済指標は堅調な点もあるものの、主要輸出品となる鉄鉱石価格が下落していることなどが背景です（図1右）。また米国の利上げによる、利回り格差（政策金利・10年債）縮小にも注意が必要と考えています（図2）。

4月の雇用統計は、雇用者数変化（前月比）が+3.74万人（市場予想：+0.5万人）、失業率5.7%（同5.9%）といずれも堅調でした（図3左）。賃金は前年比+1.9%（同+1.9%、図4右）とまだ強さはありませんが、足元で見られるフルタイム雇用の改善兆候などから、今後の賃金の上昇が期待されます。

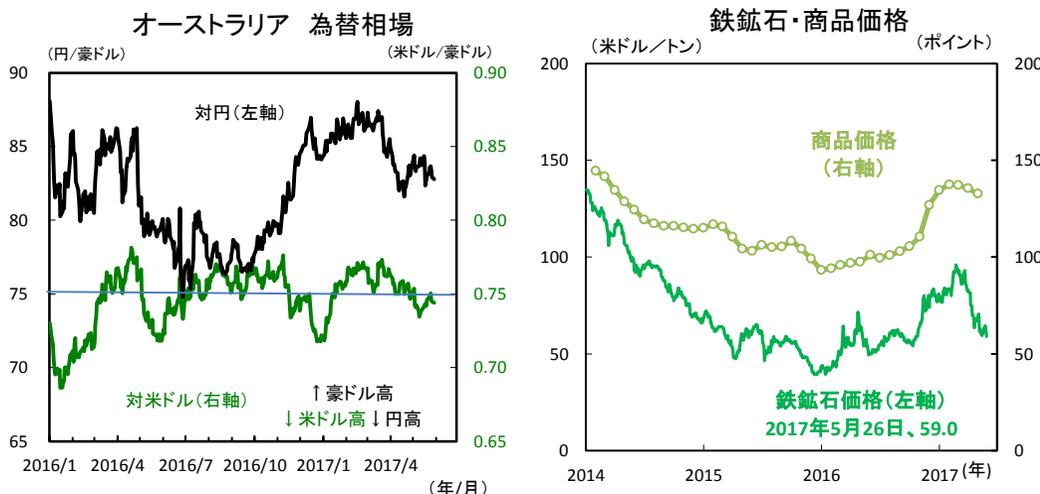
鉄鉱石は2月に96ドルの高値をつけた以降は、足元の59ドルまで下落しています。背景として中国港湾在庫の増加、流入していた投機マネーの流出などが指摘されています。一方で、中国の粗鋼生産は前年比+4.9%（4月）と依然として鉄鉱石の需要側には堅調さがみられます。足元の価格は2015-16年の平均価格57.22ドル近くにあり、さらなる下落は限定的と考えています。

米国では6月に1.25%に利上げが行われ、オーストラリア政策金利（1.50%）との利回り格差は0.25%に縮小する見込みです。現状の市場予想ではオーストラリアの利上げは2018年以降とみられており（2017年の利下げ予想も少数あり）、1990年代後半のように金利差がゼロ以下になる可能性があります。また10年債利回り格差も、当時はゼロとなる局面もあったことから、オーストラリア・ドルに対する利回り面での魅力が低下するとみられます。

●1-3月期GDP成長率と経常収支(対GDP比)に注目

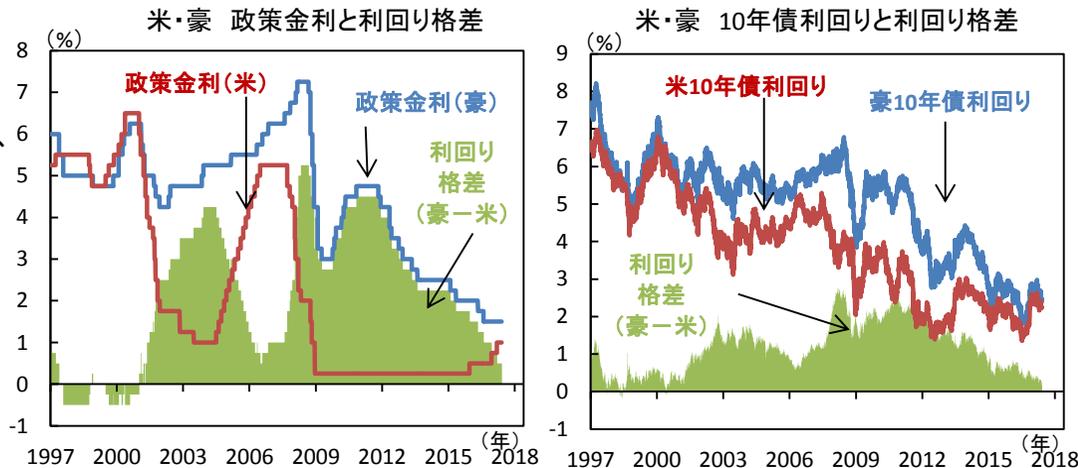
6月6日に2017年1-3月期GDP成長率（市場予想：前期比年率+2.4%）、7日に同経常収支（市場予想：対GDP比+0.0%）が発表されます。前年比で商品価格が上昇しており、交易条件（貿易の採算性）が改善、貿易収支は2016年11月から5ヵ月連続で黒字となっています（図5左）。予想を上回り経常黒字（図5右）となれば為替にポジティブではあるものの、鉄鉱石価格が下落するなど、今後も安定的に経常黒字となる可能性は低いと見ています。（永峯）

●【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5月29日、右図は商品価格が2017年4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

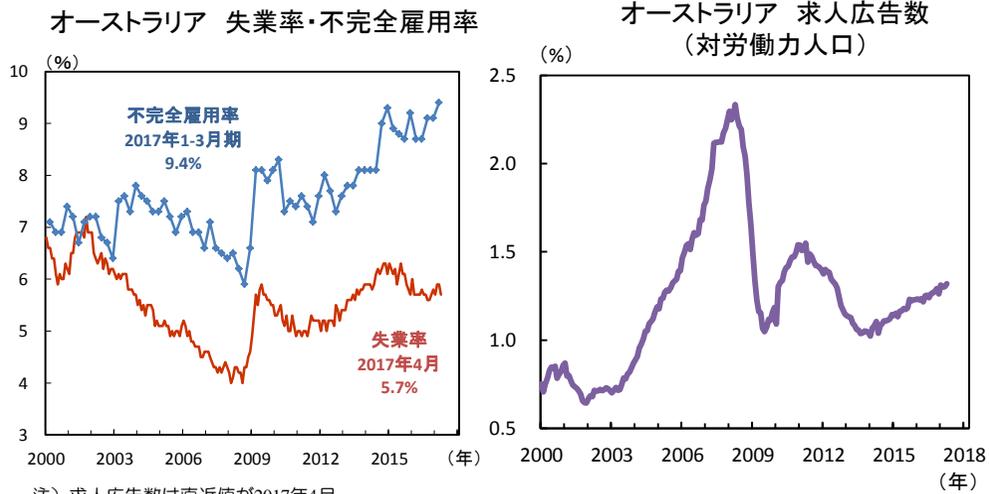
●【図2】対米国の10年債利回り格差は足元0.15%まで縮小



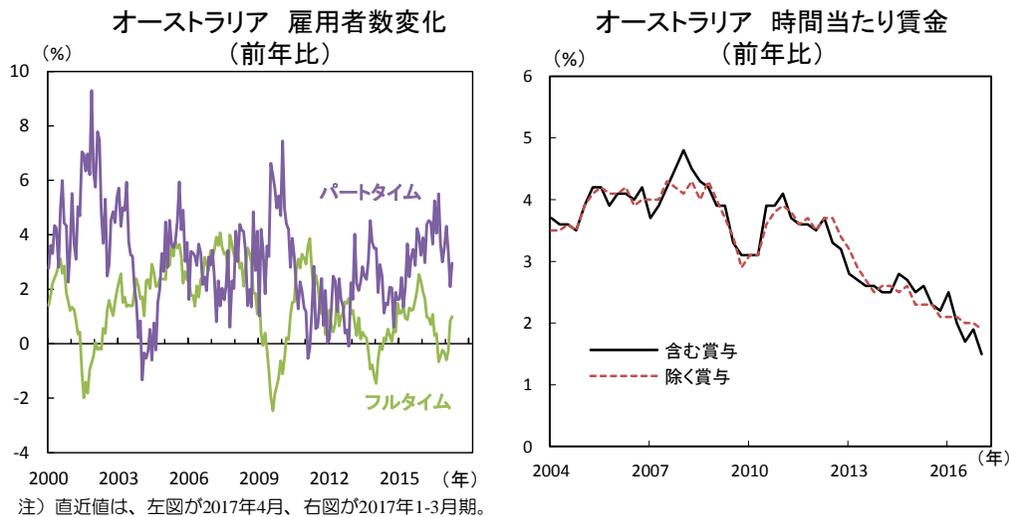
注) 直近値は2017年5月29日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

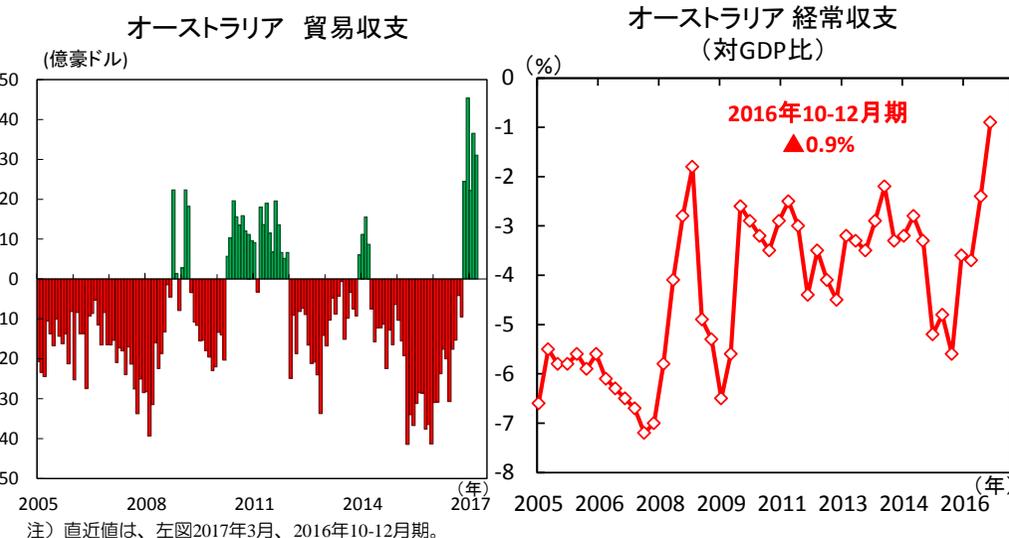
【図3】失業率は5.9%(3月)から5.7%(4月)に低下



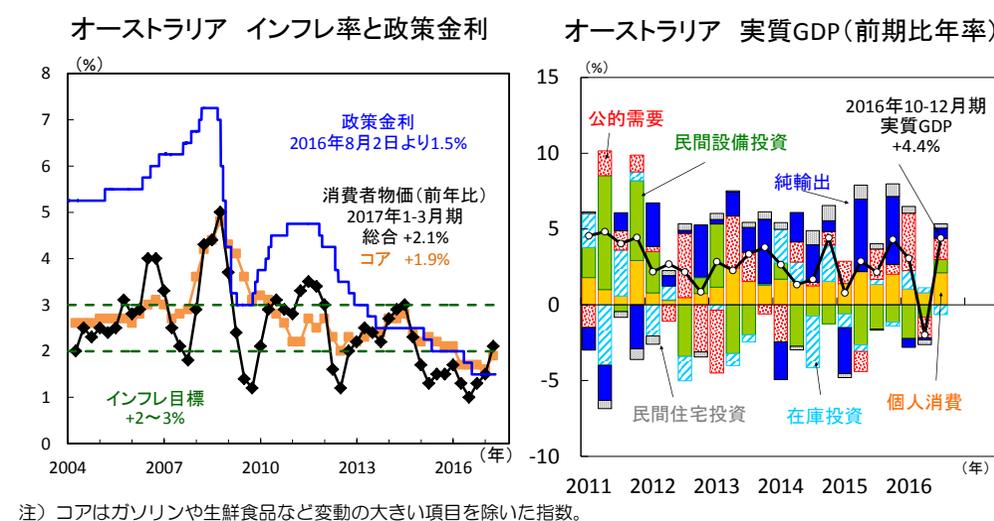
【図4】賃金は弱いが、足元でフルタイム雇用が回復の兆し



【図5】貿易収支の改善を受け1-3月期は経常黒字か？



【図6】2017年1-3月期のGDPは前期比年率で+2.4%予想



⑤中国：景気の急回復局面は一服、今後は経済安定に向け緩やかな景気減速を予想

● 年初の景気は製造業主導で回復加速も持続性には疑問符

4月の景気指標は、予想比上振れが続いた3月から一転、軒並み減速となりました。PMIは製造・非製造（サービス）業ともに前月比低下（図1）、鉱工業生産は3月:前年比+7.6%→4月:+6.5%、小売売上高は同+10.9%→+10.7%、都市部固定資産投資（年初来累計）は同+9.2%→+8.9%へ減速しています。

あくまで年初の急加速一服との見方が強く、不安視する必要はないとみられますが、政府は年後半にかけある程度の減速を許容する見込みです。背景として、実質GDPが直近1-3月期に前年比+6.9%へ加速、通年目標の同+6.5%前後達成に向け余裕が生じたことに加え（図2左）、直近の名目GDPが示すように、製造業など第2次産業の成長がサービス業など第3次産業に比べ目立ったことが挙げられます（図2右）。特に後者は、政府が中長期的課題に掲げるサービス化進展や製造業の過剰設備是正といった構造改革を進める上で望ましい動きとはいえ、景気刺激策見直しの動機になりえると考えます。

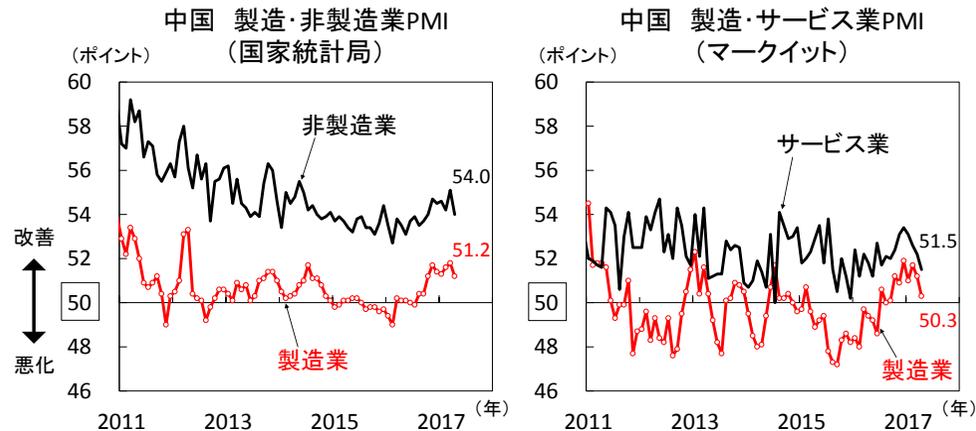
● 成長率目標達成にめどが立ち、今後は構造改革推進に注力か

個人消費は企業業績回復に伴う雇用・所得改善で、自動車販売こそ減速も全体で底堅い伸びを維持（図3）、輸出も欧米景気回復を追い風に底打ちが鮮明化（図4）、景気安定に向け足場を固めつつある点は好材料といえます。

一方、投資面ではバランスの悪さが否めません。製造業では投資拡大の兆しを見せるも、サービス業では政府主導で盛り上がるインフラ・不動産関連を除けば、いまだ停滞感を拭えない状況です（図5）。当局が目指す製造業からサービス業へのけん引役移行が一筋縄に行かない難しさが表れています。

景気底固めにある程度めどが立ったため、当局は秋の共産党大会に向け、刺激策の副作用で生じたレバレッジ（高い債務依存）の解消に注力する見込みです。今年に入り、短期金利引き上げや住宅ローン抑制策強化を通じ、不動産など投機的な動きが見られる分野の引き締めを図っていますが（図6）、今後は景気不安定化リスクが度々意識される環境が続くとみられます。（瀧澤）

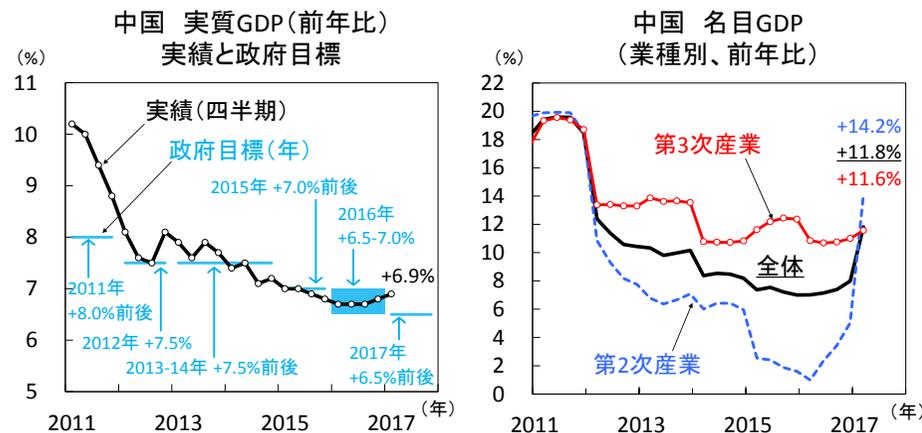
【図1】4月のPMIは軒並み低下、景気楽観論は一服



注) 左右図ともに直近値は2017年4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室作成

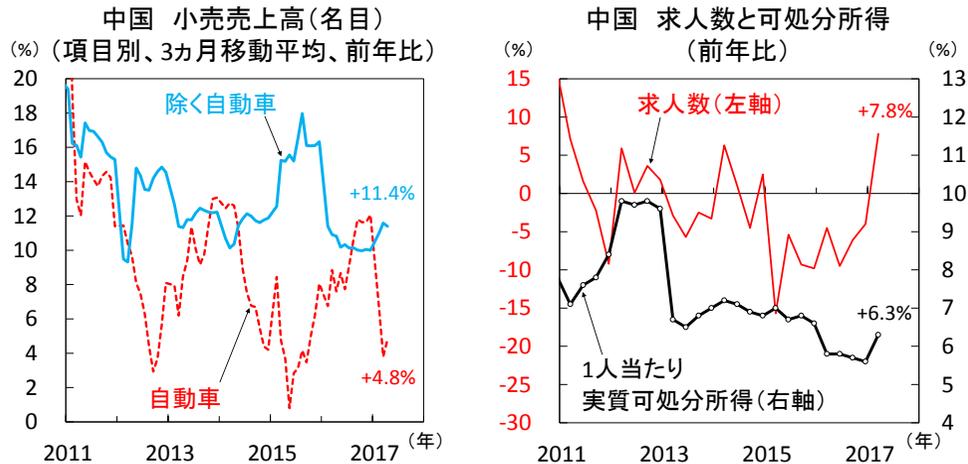
【図2】政府は今年後半に向け緩やかな景気減速を許容か



注) 左右図ともに直近値は2017年1-3月期時点。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

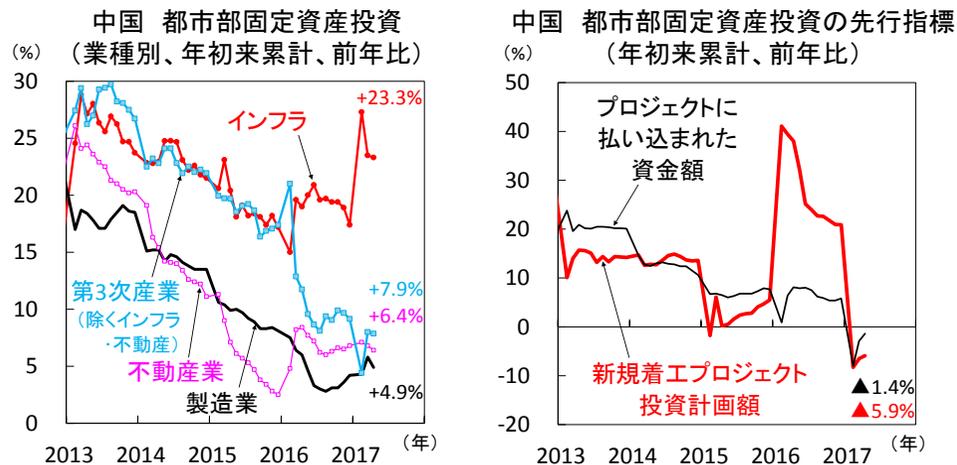
【図3】雇用・所得環境は安定、個人消費全体で見れば底堅い



注) 左図: 社会消費品小売総額に基づく。直近値は2017年4月時点。
右図: 実質可処分所得(年初来累計)は都市部ベース。直近値は2017年1-3月期時点。

出所) 中国国家统计局、中国人力資源社会保障部より当社経済調査室作成

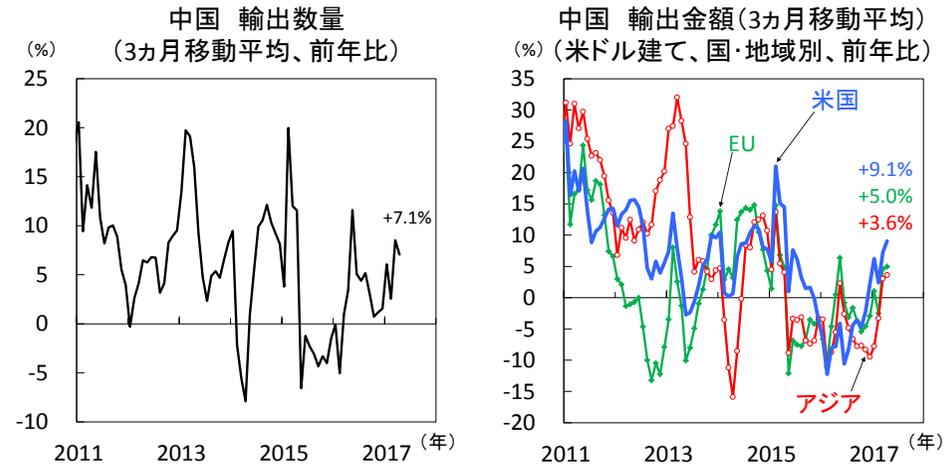
【図5】インフラ・不動産部門を除き、低調続くサービス業の投資



注) 左右図ともに直近値は2017年4月時点。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

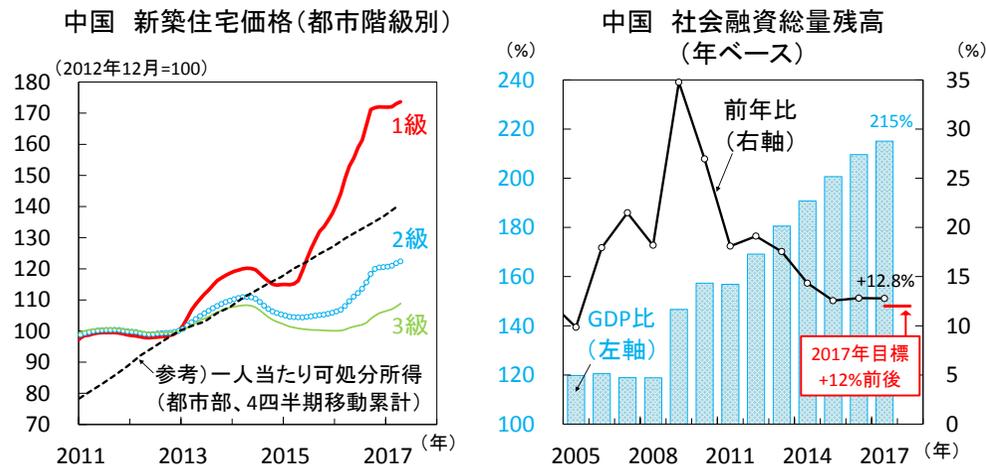
【図4】輸出は米国向け中心に持ち直し基調持続



注) 左図: 直近値は2017年4月時点。
右図: 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4月時点。

出所) 中国海関総署より当社経済調査室作成

【図6】当局は不動産バブルを警戒、金融緩和政策を調整へ



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都市の単純平均値。指数化は当社経済調査室。直近値は2017年4月(一人当たり可処分所得は同年1-3月期)時点。
右図: 直近値はGDP比が2017年1-3月期(残高は同年4月)、前年比が同年4月時点。

出所) 中国国家统计局、中国人民銀行より当社経済調査室作成

⑥為替：米国の利上げペースに対する見方が変わらない間、ドル円相場は方向感出づらい展開か

●トランプ政権への不安消えず、くすぶる円高ドル安圧力

5月のドル円相場は、7日のフランス大統領選挙でのマクロン氏勝利を受けた安心感で円安ドル高が進行、10日には1米ドル=114円37銭を付けましたが、トランプ政権のロシアへの機密情報漏洩疑惑を巡る政治混乱を受け円高ドル安に転じ、18日には110円24銭を付けるなど不安定な相場展開が続きました。

このリスク回避的な動きを反映するように、米国10年債利回りは低下基調にあります。この流れは今に始まったものではありません。景気の先行指標とされる長短金利差はすでに昨年末より縮小（図1）、ISM製造業景気指数は今年2月をピークに低下、期待インフレ率も鈍化に転じています（図2）。

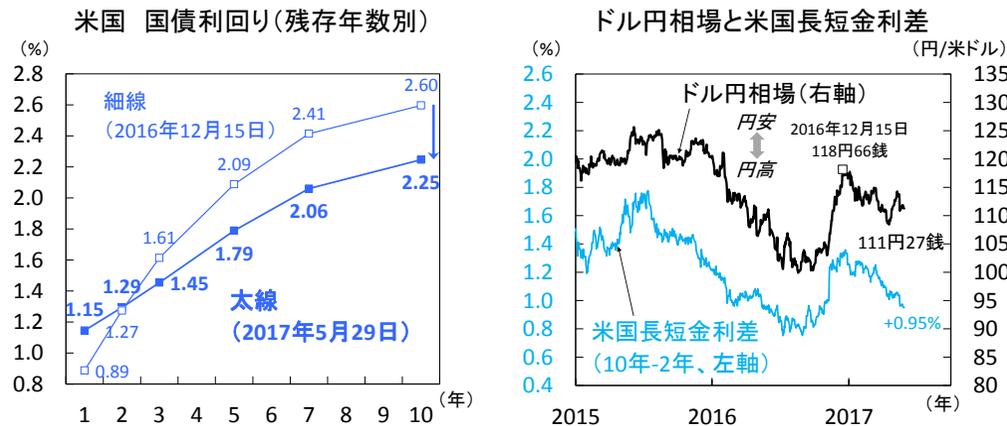
トランプ政権発足後、人事や内外政策を巡る混乱が度々発生、同政権の掲げる財政政策が米国の景気過熱・インフレ加速を招くとの見方が後退しています（図3）。昨年11月の大統領選挙直後のある種行き過ぎたリスク選好ムードの修正に伴い、円高ドル安圧力がくすぶる環境にあると思われます。

●年内利上げ見通し不変ならば、円高ドル安余地は限定的か

市場内のトランプ政権に対する期待感こそ薄れたものの、米国景気に対する自信は揺らいでいない模様です。FF金利先物を見ると、市場ではFOMC（連邦公開市場委員会）が利上げを年内あと1~2回行うとの見方を維持している様子が見えがえま（図4）。利上げ見通しが不変ならば、ドル円相場は現行水準111~112円程度を中心とした推移が続く可能性が高いと考えます。

実際、CFNAI（全米活動指数）やLMCI（労働市場情勢指数）といった景気や労働市場を総合的に判断した指標を見てもプラス圏に定着、米国経済が安定感を増している様子を裏付けています（図5）。また、個人消費に比べ低調が目立っていた設備投資も、原油安で低迷していた資源部門が回復に転じ、足元に向け拡大の兆しを見せています（図6）。今後もトランプ政権発の悪材料で市場が動揺し、ドル円相場が円高方向へ大きく振れる場面も訪れるでしょうが、それが基調的な動きとなる公算は低いと考えます。（瀧澤）

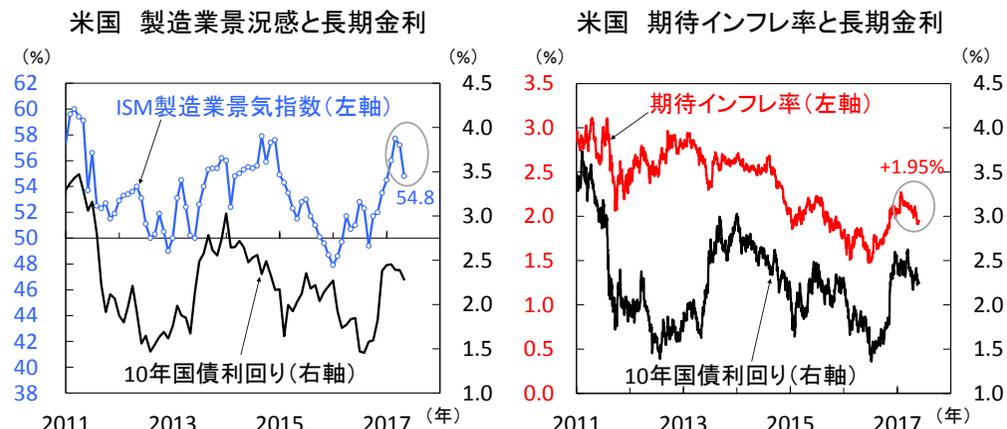
【図1】米国の長期金利低下で長短金利差は縮小



注) 右図の凡例は米国大統領選挙後の円安ドル高値(ザラバ)。直近値は2017年5月29日時点。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図2】米国の景気減速とインフレ期待鈍化が金利低下の主因



注) 左図：直近値(月次)は2017年4月時点。
右図：期待インフレ率は5年物5年先ブレイクイーブンインフレ率。直近値(日次)は2017年5月29日時点。

出所) 米ISM、Bloombergより当社経済調査部作成

【図3】米国の製造業回復の勢いは鈍化へ

米国 製造業景気指数(公表機関別)

	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	5月
ニューヨーク連銀 (5月15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	▲1.0
フィラデルフィア連銀 (5月18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	38.8
マークイットPMI (5月23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	52.5
リッチモンド連銀 (5月23日)	0	▲10	10	▲11	▲8	▲4	4	8	12	17	22	20	1
カンザスシティ連銀 (5月25日)	▲4	2	▲5	▲3	4	4	0	9	9	14	20	7	8
ダラス連銀 (5月30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	---
シカゴ購買部協会 (5月31日)	50.3	55.5	54.6	51.6	54.0	51.8	57.2	53.9	50.3	57.4	57.7	58.3	---
ISM (6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	54.8	---

注) カッコ内日付は直近2017年5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】総合的に見れば安定感を増しつつある米国経済

米国 労働市場および経済活動指数



注) CFNAIは85の月次指標、LMCIは19の労働関連指標で構成。直近値はともに2017年4月時点。

出所) FRB、シカゴ連銀より当社経済調査室作成

【図4】米国の年内追加利上げに対する見方は変わらず

市場のFF金利見通しとドル円相場



注) ここでの2017年末のFF金利見通しはFF金利先物(2018年1月限)とした。直近値は2017年5月29日時点。

出所) FRB、Bloombergより当社経済調査室作成

【図6】資源部門復調で米国は設備投資回復に広がりも

原油価格と米国石油掘削装置稼働数



注) 左図: 原油先物価格はWTI先物(期近物)価格。直近値(週次)は2017年5月26日時点。右図: 対象は構築物・機械設備のみ(知的財産分は除く)。直近値(四半期)は2017年1-3月期時点。

米国 実質設備投資
(項目別寄与度、前年比)



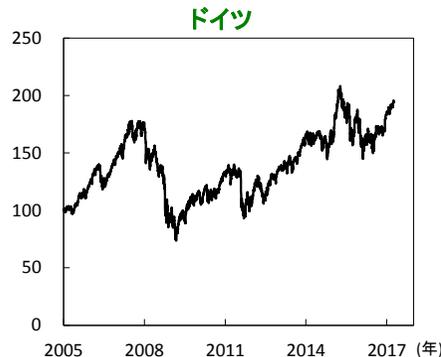
出所) 米商務省、Bloombergより当社経済調査室作成

Ⅱ. 国際金融市場の動向

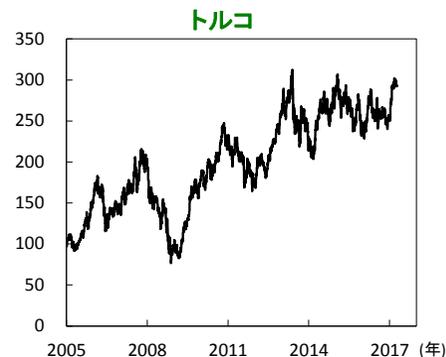
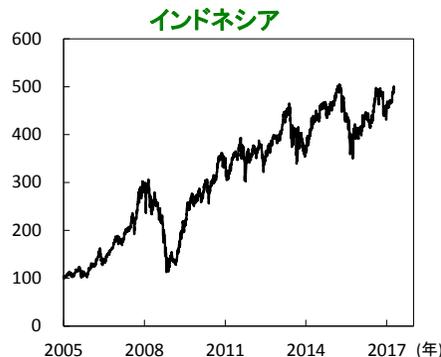
①株式：トランプ政権への不安が嫌気され、上値重い場面も

(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5月29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：米国の利上げ見通しに変化は見られず、方向感出づらい展開

(単位はすべて%)

先進国

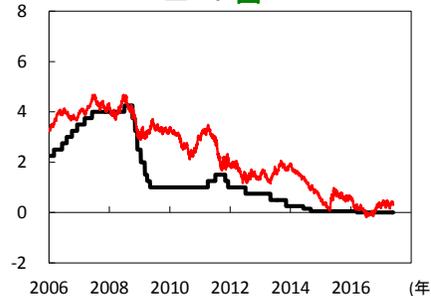
日本



米国



ユーロ圏

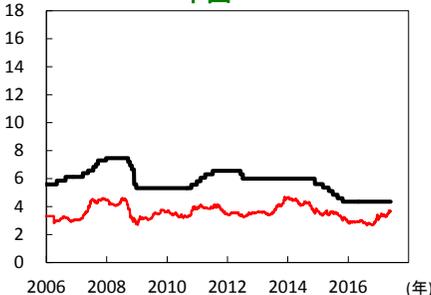


オーストラリア

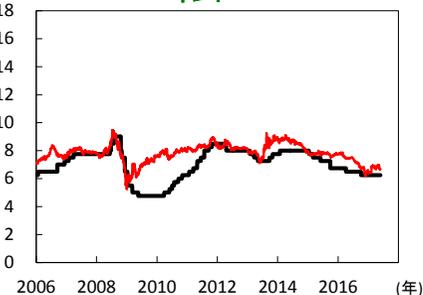


新興国

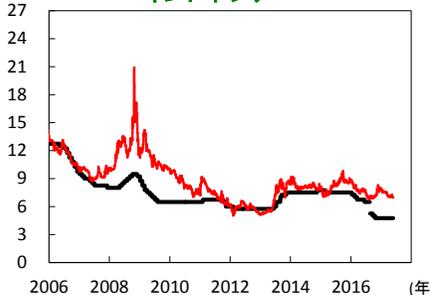
中国



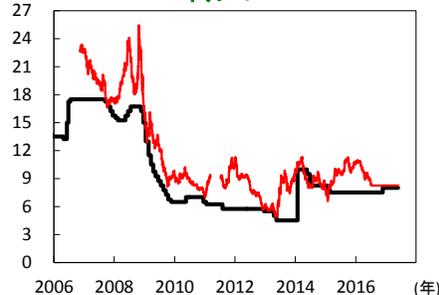
インド



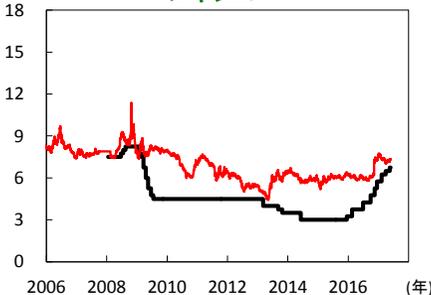
インドネシア



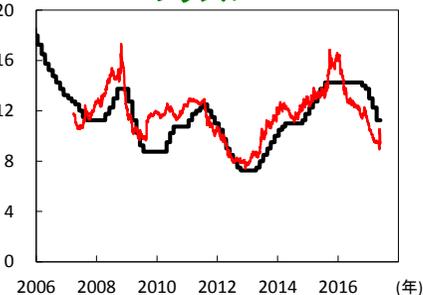
トルコ



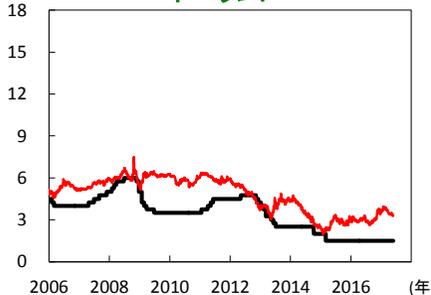
メキシコ



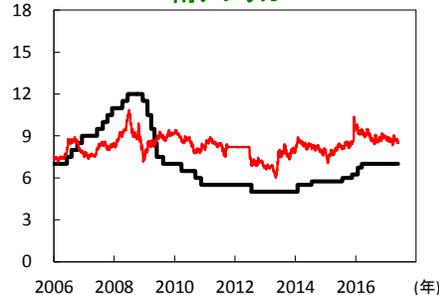
ブラジル



ポーランド



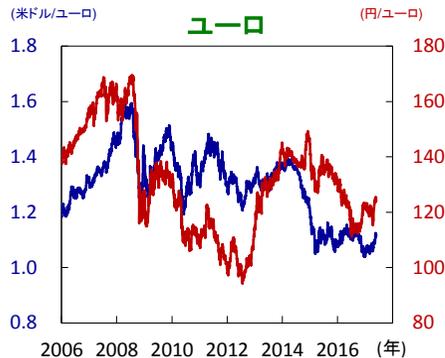
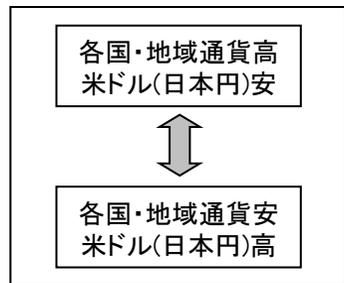
南アフリカ



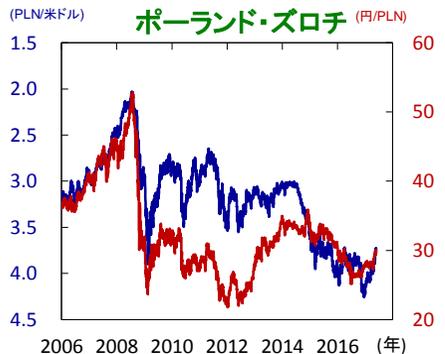
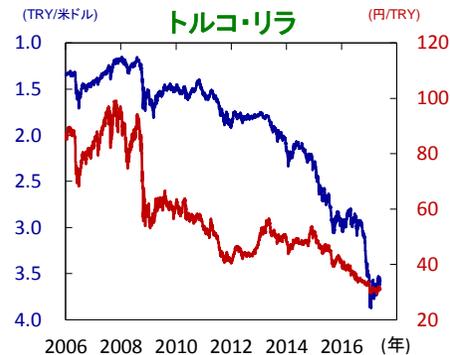
注1) 政策金利は、日本：無担保コールレート（翌日物）、米国：FFターゲットレート、ユーロ圏：リファイナンス・レート、オーストラリア：キャッシュレートを使用。中国：1年もの最優遇銀行貸付金利、インド：RBIレポ金利、インドネシア：2016年8月18日までBI金利、以降は7日物リバース・レポ金利、トルコ：2010年5月18日まで翌日物借入金利、以降は1週間レポ金利、メキシコ：翌日物金利、ブラジル：SELIC金利誘導目標、ポーランド：2週間物レポ金利、南アフリカ：レポ金利を使用。
 注2) 国債利回りは、ユーロ圏：ドイツの10年国債利回り、トルコ：2年国債利回り、ブラジル：2年国債利回り、南アフリカ：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5月29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を無難に消化し、ユーロは堅調持続

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5月29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5月29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	2.4	2.8	17.9				2.4	2.8	17.9	21.8	54.8	9.8	10.3	▲0.4	3.5
		海外先進国	1.7	4.1	18.1	2.1	5.1	17.0	1.9	3.7	17.9	30.2	48.8	20.1	▲0.8	6.0	5.8
		新興国	3.4	7.9	23.6	4.0	9.0	29.0	3.8	7.6	29.9	31.4	19.1	11.9	▲14.2	8.9	13.6
	業種別	素材(景気敏感)	▲0.2	1.2	23.7	0.6	2.4	22.3	0.4	1.1	23.1	24.6	25.3	9.1	▲14.5	20.3	3.7
		エネルギー	▲0.2	▲2.6	7.9	0.2	▲1.9	5.6	▲0.0	▲3.2	6.5	15.3	40.2	2.7	▲21.8	24.9	▲11.6
		IT(情報技術)	4.6	9.7	33.8	4.8	10.1	33.5	4.6	8.7	34.3	26.6	50.7	30.4	5.6	9.3	15.7
		ヘルスケア	1.3	3.2	8.5	1.8	4.2	7.9	1.6	2.8	8.7	31.2	58.5	32.4	7.5	▲9.0	7.8
国債	日本	▲0.2	0.2	▲2.4				▲0.2	0.2	▲2.4	1.8	2.1	4.5	1.2	3.3	▲0.1	
	海外先進国	0.5	0.9	0.4	1.4	2.9	▲0.7	1.2	1.6	0.2	19.8	21.7	17.1	▲3.4	▲2.7	▲1.2	
	新興国(現地通貨建て)	0.2	1.4	6.4	0.7	2.9	7.9	0.5	1.5	8.8	24.1	15.0	13.9	▲9.0	4.1	1.0	
	新興国(米ドル建て)				0.8	2.7	9.7	0.6	1.4	10.5	30.2	16.1	21.2	1.6	7.4	1.4	
	ヘッジ有	海外先進国						0.5	0.7	▲0.8	4.9	▲1.5	9.4	0.6	1.4	0.9	
	新興国(米ドル建て)						0.7	2.3	7.3	17.2	▲5.7	7.0	0.8	7.9	5.6		
社債	世界	投資適格				1.4	2.7	3.4	1.2	1.4	4.3	23.9	21.5	16.9	▲3.4	1.6	▲0.4
		ハイイールド				1.1	2.7	12.9	0.9	1.3	13.7	32.1	29.4	13.6	▲3.8	12.1	1.0
	新興国	投資適格				0.7	1.7	5.5	0.5	0.4	6.4	26.0	19.5	19.3	0.2	3.6	▲0.9
	(米ドル建て)	ハイイールド				▲0.1	1.7	13.7	▲0.3	0.4	14.6	33.9	21.9	12.9	3.8	14.9	0.6
その他 債券	転換社債	先進国	1.4	3.7	14.6	1.8	4.7	14.1	1.6	3.3	15.0	25.1	38.6	17.5	1.6	5.0	3.5
		新興国	0.8	3.1	4.3	1.4	4.6	3.5	1.2	3.3	4.4	28.6	33.9	15.5	4.3	▲5.9	4.0
	物価連動 国債	先進国				0.2	2.9	3.4	▲0.0	1.5	4.3	19.7	16.6	17.8	▲4.3	1.3	▲0.7
	新興国				▲0.9	▲0.7	17.2	▲1.1	▲2.0	18.1	30.6	6.3	15.6	▲18.8	20.4	2.3	
その他	リート	先進国				0.3	▲0.7	2.2	0.1	▲2.0	3.0	36.3	24.6	37.1	1.6	4.2	▲2.3
		新興国				3.1	5.9	10.8	2.9	4.6	11.7	49.5	9.4	22.8	▲17.2	5.5	5.4
	商品				0.1	▲4.1	▲1.2	▲0.1	▲5.4	▲0.4	11.7	11.9	▲3.3	▲24.3	9.1	▲8.6	

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6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	
5/29	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・シラー住宅価格指数 (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) (他) ブラジル 金融政策委員会(COPOM、~31日)	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 4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)		
5	6 (日) 4月 毎月勤労統計 (豪) 金融政策決定会合 (米) 4月 製造業新規受注 (米) 5月 ISM(米供給管理協会) 非製造業景気指数	7 (日) 4月 景気動向指数 (米) 4月 消費者信用残高 (欧) 1-3月期 実質GDP(2次速報) (豪) 1-3月期 実質GDP	8 (日) 1-3月期 実質GDP(2次速報) (日) 4月 経常収支 (日) 5月 銀行貸出 (日) 5月 景気ウォッチャー (欧) 欧州中央銀行(ECB)理事会 (独) 4月 鉱工業生産 (英) 総選挙 (豪) 4月 貿易統計	9 (日) 4月 第3次産業活動指数 (日) 5月 マネーストック (米) 4月 卸売売上高 (仏) 4月 鉱工業生産 (英) 4月 鉱工業生産 (中) 5月 消費者物価指数 (中) 5月 生産者物価指数 (他) ブラジル 5月 消費者物価(IPCA)		
11	13 (仏) 下院選挙(第1回投票)	14 (日) 4月 製造工業 稼働率指数 (米) 4月 企業売上高・在庫 (米) 5月 消費者物価 (米) 5月 小売売上高 (欧) 4月 鉱工業生産 (豪) 6月 消費者信頼感指数 (中) 5月 鉱工業生産	15 (日) 日銀金融政策決定会合(~16日) (米) 5月 輸出入物価指数 (米) 5月 鉱工業生産 (米) 6月 全米住宅建築業協会 (NAHB) 住宅市場指数 (米) 6月 ニューヨーク連銀景気指数 (米) 6月 フィアールフィア連銀景気指数 (豪) 5月 雇用統計	16 (日) 黒田日銀総裁定例記者会見 (米) 5月 住宅着工・許可件数 (米) 6月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(速報)		
12	(日) 4月 機械受注統計 (日) 5月 企業物価指数 (米) 5月 月次財政収支 (伊) 4月 鉱工業生産	(日) 4-6月期 法人企業景気予測調査 (米) 5月 生産者物価 (米) 連邦公開市場委員会 (FOMC、~14日) (独) 6月 ZEW景況感指数 (英) 5月 消費者物価指数 (英) 5月 生産者物価指数 (豪) 5月 NAB企業景況感指数 (他) ブラジル 4月 小売売上高	(日) 日銀金融政策決定会合議事要旨 (4月26~27日分) (米) 5月 中古住宅販売件数	23 (米) 5月 新築住宅販売件数 (仏) 1-3月期 実質GDP(確報)		
18	(仏) 下院選挙(決選投票)	21	22			
19	(日) 5月 貿易統計	(米) 1-3月期 経常収支 (豪) 金融政策決定会合議事録 (6月6日分)				
26	(日) 日銀金融政策決定会合 主な意見 (日) 5月 企業向けサービス価格 (米) 5月 耐久財新規受注 (独) 6月 ifo景況感指数	27 (米) 4月 S&P/ケース・シラー住宅価格指数 (米) 6月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード)	28 (米) 5月 卸売売上高 (米) 5月 中古住宅販売仮契約指数	29 (日) 5月 商業販売統計 (米) 1-3月期 実質GDP(確報) (独) 7月 GfK消費者信頼感指数 (他) ブラジル 5月 失業率 (中) 6月 製造業PMI(国家統計局) (英) 1-3月期 実質GDP(確報)	30 (日) 5月 鉱工業生産 (日) 5月 家計調査 (日) 5月 労働関連統計 (日) 5月 消費者物価指数(総務省) (日) 5月 消費者物価指数(日銀) (米) 5月 個人所得・消費 (米) 6月 シカゴ購買部協会景気指数 (米) 6月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(確報)	

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5月30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（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、三菱UFJ国際投信が運用するファンドを承認し、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を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