

・【主要国の投資環境見通し】	.....	p.1-21
米国	... 1-3	
ユーロ圏	... 4-7	
日本	... 8-12	
豪州	... 13-14	
為替	... 15-21	
・【国際金融・商品市場の動向】	.....	p.22-29
株式	先進国 ... 22	新興国 ... 23
金利	先進国 ... 24	新興国 ... 25
為替	先進国 ... 26	新興国 ... 27
その他	社債・リートなど ... 28	商品 ... 29
・【金融・商品市場のパフォーマンス】	.....	p.30-31
・ 2012年2月の主要な政治・経済日程	.....	p.32

## 米国：金融緩和と雇用回復に支えられ、2012年は2%半ばの経済成長となる見通し

### ● 景気見通し：世界的な金融緩和を受け、2%半ばの成長へ

2011年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率で+2.8%と、2010年4-6月期以来の水準になりました。背景には、日本とタイの天災後の自動車生産の後ずれや雇用の回復を受け、個人消費が増加したことや、7-9月期に減少した在庫投資が企業景況感の改善を受け回復したことがあります。

10-12月期は、成長率の大半を変動の大きい在庫投資が占める一方、今まで安定的に景気を下支えてきた設備投資の伸び率が鈍化しており、先行きに不安を残す内容となっています。また、欧州債務問題が金融システムを通じて米国経済を下押しするリスクも払拭されてはいません。

このように先行きに不安は残りますが、米国経済は2012年通年で2%半ばの成長を遂げる見通しです。背景には、新興国・欧州・米国で金融緩和の動きが強まっていることがあります。流動性期待は、株価の上昇と長期金利の低下を通じ、家計や企業の経済活動を下支えると思われます。

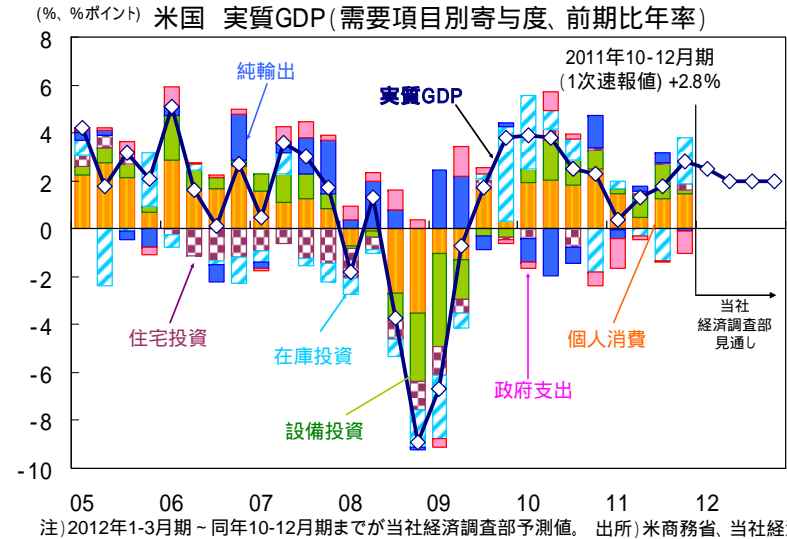
### ● 金融政策見通し：景気停滞感が強まれば資産買い入れへ

1月24-25日のFOMC(連邦公開市場委員会)で、FRB(連邦準備理事会)は金融緩和姿勢を強めました。

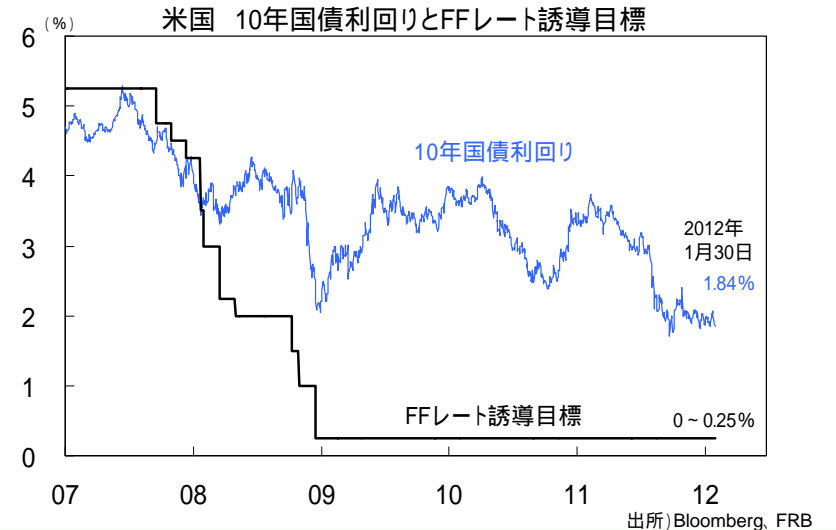
今まで声明文で「2013年半ばまで異例の低金利が続く公算が高い」としていた箇所を、「2014年遅くまで異例の低金利が続く公算が高い」へと変更し、事実上のゼロ金利政策の長期化を示しました。背景には、米景気は緩やかに拡大している一方で失業率は高く、世界景気の減速が米景気に与える下押し圧力への懸念が残っていることがあります。

また、インフレ率の長期目標が2%と明示され、金融緩和のルールが明確になりました。今後FRBは、インフレ率が目標を下回る環境下では、明確な根拠を持って追加資産買い入れ(QE3)等の追加緩和策を実施できるようになったと考えられます。バーナンキFRB議長は会合後の記者会見で、高失業率が続き、インフレ率の抑制が続けば、QEを真剣に検討すると述べています。今後QE3が実施される公算は高まっていると言えます。

### 【図1】 欧州が減速する中で、底堅い成長が見込まれる米国



### 【図2】 FRBによる金融緩和を受け、長期金利は低水準で推移



● 耐久財消費の伸びは良好な一方、サービス消費は低調

2011年10-12月期の個人消費は、+2.0%と3四半期連続で伸び率が高まっています。この伸びに大きく寄与したのは、自動車や電化製品などの耐久財消費です(図3)。自動車が伸びた背景には、天災の被害を受けた日本とタイの供給網が復旧し、自動車生産・販売が回復したことがあります。自動車販売は長期平均に比べて依然低い水準に止まっているため、今後も販売が増加する余地はあるとみられます。また電化製品の伸びは、多機能端末(タブレット)や高機能携帯(スマホ)が人気を集めていることが寄与していると思われます。

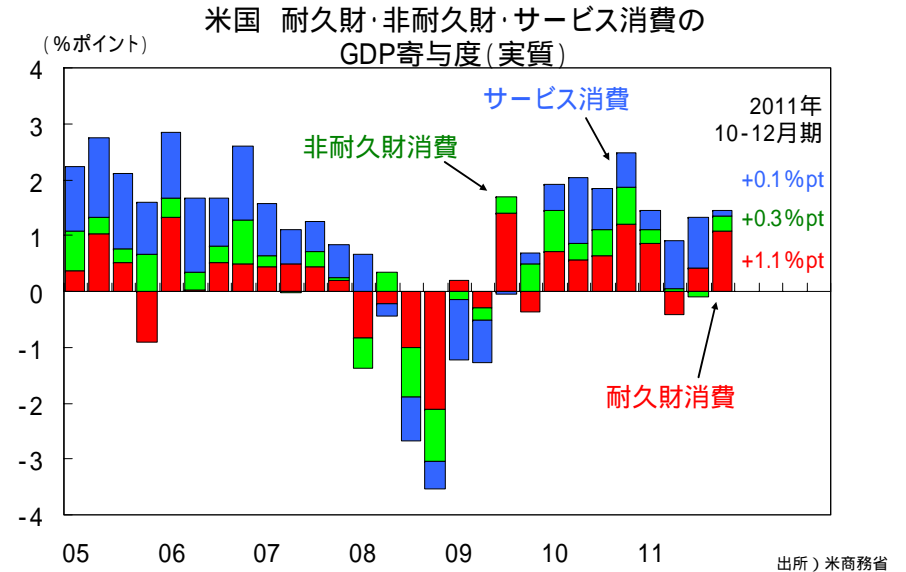
自動車と電化製品の10-12月期の伸びは各々、供給網復旧を受けた反発とクリスマスシーズンの特需に押し上げられているとみられ、2012年1-3月期の伸びは両者共に弱まると考えられます。また、個人消費の約6割を占めるサービス消費の伸びは10-12月期に減速しています。このように個人消費の先行きには不安が残りますが、個人消費が急減する懸念は小さいでしょう。背景には、雇用回復の持続、FRBの金融緩和姿勢の強まり、があります。

● 雇用回復の持続と、金融緩和が個人消費を下支え

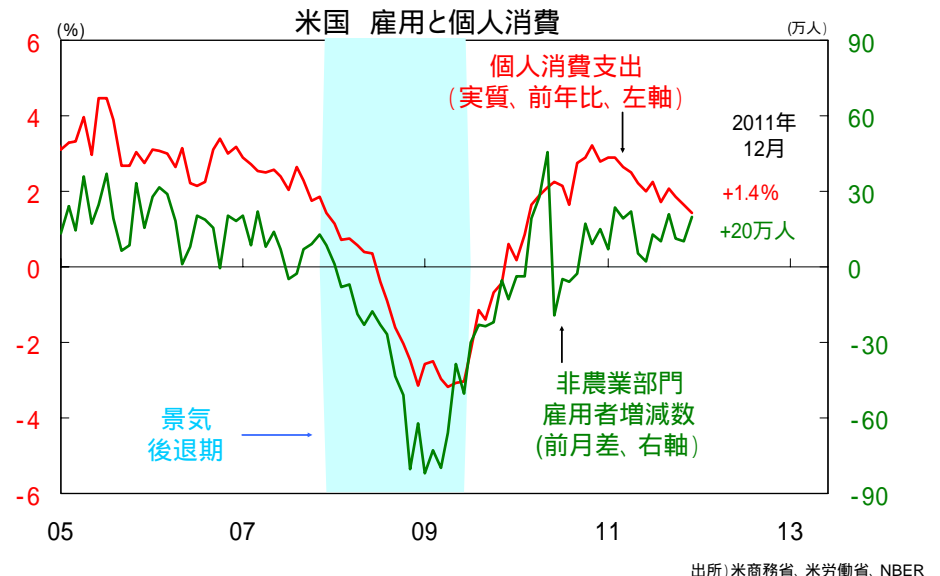
雇用：足元で雇用者数は月に約15万人増えており、失業率は若干低下しています。先行き不透明感が残る中、企業は慎重な採用姿勢を維持している模様で、雇用増加の速度が足元から大幅に強まることは期待し難いでしょう。しかし、新興国経済は比較的良好で、米国景気も改善基調にあることから、足元の雇用回復の勢いは堅持されると見込まれます。雇用者数の増加は、消費者層の規模増大につながり、個人消費を下支えしましょう(図4)。金融緩和：1月下旬のFOMCでFRBは、追加資産買い入れ(QE3)に積極的な姿勢を示しています。特に欧州債務問題が悪化し、米国景気が下振れるリスクが増せば、QE3実施の公算は高まりましょう。この場合、流動性拡大期待から株価は上昇し、資産効果を通じて個人消費は下支えられる見通しです。

一方で、金融緩和は流動性の増加を通じ、商品価格の上昇をもたらす懸念があります。2010年11月に実施された国債買入(QE2)の際には、QE2が示唆された2010年8月から景気回復期待を受け株価が上昇しましたが、同時に商品価格も上昇し、米国はこの後遺症で2011年上期にかけインフレ圧力に苦しみました。今後は、世界的な金融緩和による流動性拡大で商品価格は上昇しやすくなると思われ、これにより個人消費が抑制される副作用が懸念されます。

【図3】 耐久財消費は堅調だが、サービス消費の伸びは緩慢



【図4】 緩慢ながら続く雇用回復が、個人消費を下支え



● 支持率低下を避けるため、給与税減税策は再延長へ

2012年の財政政策の注目点は、2月末で失効する給与減税と失業保険給付長期化措置を再延長できるか(図5)、2012年末で失効するブッシュ減税を延長できるか、2012年末までに債務上限が引き上げられるかです(図6)。

は2012年末まで延長できない場合、GDPは1%弱下振れする懸念があります。措置延長の財源の捻出方法に関して、民主党は富裕層向けの増税、共和党は社会保障費等の歳出削減を主張し対立しており、2月末までの議論は難航が予測されます。しかし、11月の大統領選・連邦議会選を前に、与野党共に景気を押し下げ、支持率を低下させることは避けると思われ、最終的には2月末までに再延長で合意すると思われれます。

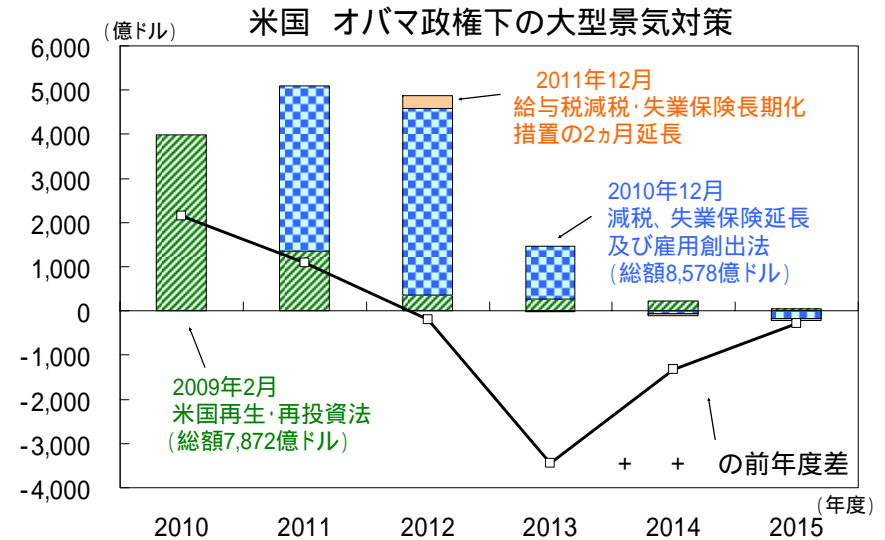
● ブッシュ減税と債務上限の議論は大統領選以降に先延ばしか

与野党共に11月までは大統領選の準備で手一杯なため、緊急性のない議論は11月以降に持ち越されるとみられます。とは2012年末までに合意すれば良いため、実質的な与野党協議は11月の大統領選以降に持ち越されると思われれます。一般的に大統領選終了後は選挙前に比べ与野党対立が和らぐとされており、11-12月の与野党協議は現在より円滑に進む可能性もあります。

のブッシュ減税が失効した場合、2013年のGDPを約1%押し下げる懸念があります。同減税は、所得税と相続税の減税や、利子・配当収入への課税の減税からなり、失効した場合、特に富裕層が悪影響を受けます。これに対して、共和党は全面的な延長、民主党は中・低所得層向け減税のみ延長を要求すると思われれます。今年は下院選挙区割りの見直し(10年に1度実施)が実施されますが、今年は共和党に有利な区割りとなり、共和党が下院議席の過半数を維持する公算が高まっています。この場合、共和党はブッシュ減税の全面的な延長を要求してくると見込まれます。民主党が上院議席の過半数を維持した場合も、交渉が決裂し、中間層向け減税までもが失効することは避けると思われ、民主党は全面的な延長に譲歩すると考えられます。このため結局、ブッシュ減税は全面的に延長されると現段階では考えられます。

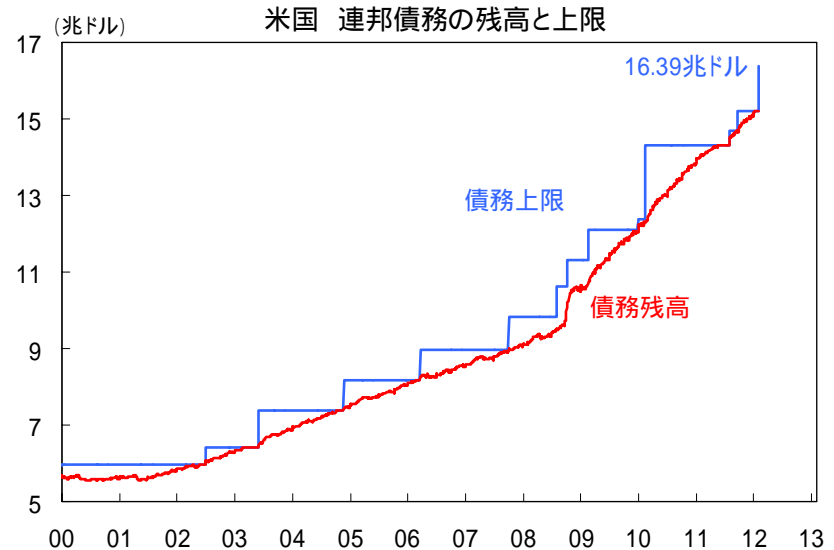
の債務上限引き上げに失敗すれば、政府は新たに資金調達できず、政府機能の一部停止や債務への利払い停止(デフォルト)等、深刻な問題の発生が懸念されます。議論は難航が予想されるものの、債務上限は今まで何度も引き上げられており、今回も最終的には引き上げられる見通しです。(中木)

【図5】 景気下振れの回避を目指し、財政政策は延長へ



注) 米連邦予算の会計年度は前年10月から当年9月末まで。 出所) 米議会合同税制委員会、米議会予算局

【図6】 議論は難航が予想されるが、最終的には引き上げへ



注) 直近値は2012年1月30日。 出所) Bloomberg, 米財務省より当社経済調査部作成

## ユーロ圏：長期化するギリシャの債務再編交渉が金融市場の重石となる見通し

### ● 景気見通し：小幅のマイナス成長が続く見通し

2011年10-12月期の実質GDPは、金融市場の混乱で景気の悪化が見込まれ、前期比年率で 0.8%程度になると予想されます。ドイツ等の主要国もマイナス成長になった模様です。2011年通年では上半期に比較的高く成長した分、前年比+1.5%と2010年（同+1.8%）並みの成長率を確保する見通しです。

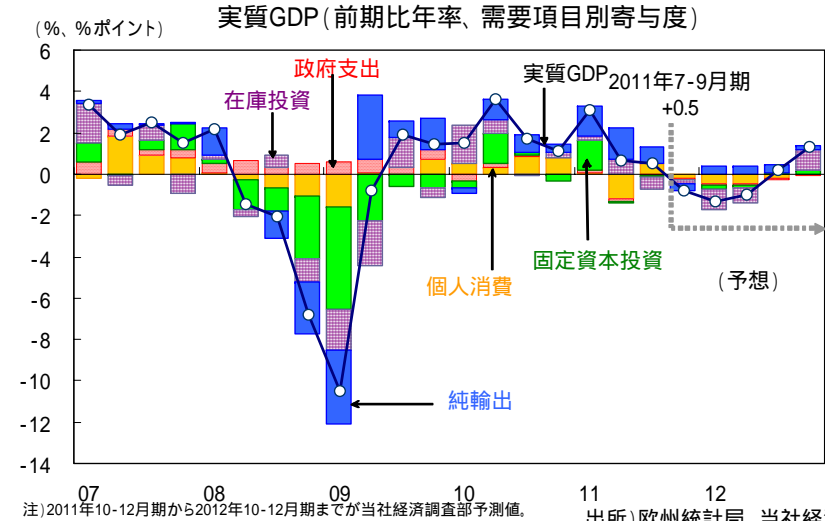
2012年は、市場が混乱し南欧諸国の緊縮財政が本格化する1-3月期と4-6月期にマイナス成長になると予想されます。7-9月期以降は市場の混乱や金融機関の資産圧縮の動きが峠を越えることが見込まれるため、プラス成長に転じるでしょう。2012年通年では、下期は緩やかに回復するものの上期のマイナス成長を補うことは出来ず前年比 0.5%程度になると予想されます。2012年上期のユーロ圏景気は厳しいものの、経済規模の大きいドイツ景気が堅調なため、マイナス幅は小さくなるでしょう。

### ● 金融政策見通し：市場の期待が高まるECBの国債購入拡大

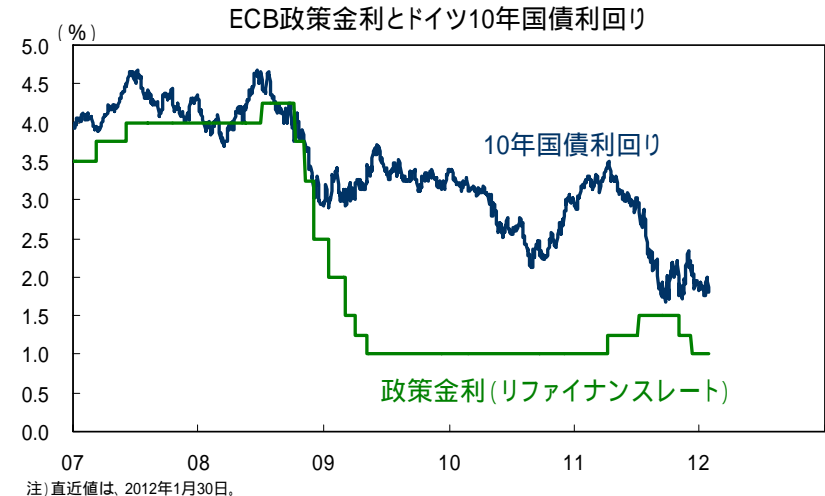
欧州中銀（ECB）は12月に政策金利を下げ、1月は据え置きました。昨年12月に続き2月下旬に、2回目の3年物無制限資金供給を予定していることから、2月の理事会でも政策金利は据え置きが予想されます。市場は、無制限資金供給を契機に落ち着きを取り戻していますが、ギリシャの債務再編交渉に対する市場の警戒心は強く、景気もドイツを除き回復の兆しが見られないことから、3月に0.25%の追加利下げが実施される可能性があります。

ECBの国債購入は、2012年になり国債市場が安定し始めたため、購入額が減少しています。今後は、格下げを契機に利回りが上昇し始めたポルトガル国債の購入を増やすのか否か、ギリシャ問題の波及でイタリア国債の利回りが再度上昇した時にどのような対応をとるのが注目されます。

### 【図1】 市場混乱と財政緊縮で景気が後退期に入るユーロ圏



### 【図2】 資金供給策の効果を見極めるため2月は金利据え置きへ



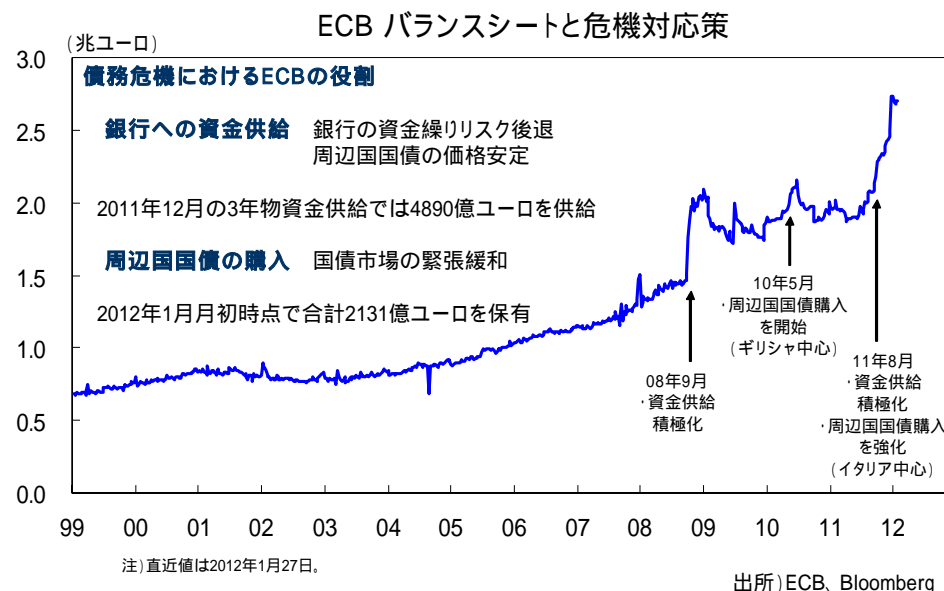
## ● ユーロ圏加盟国を相次いで格下げしたS&Pとフィッチ

2012年1月は、大手格付け会社のユーロ圏加盟国に対する格下げが相次ぎ、13日にS&Pが、27日にフィッチが財政が悪化している周辺国を中心に格下げを発表しました。両格付け会社の格付けは全く同じではないものの、格下げに至った根拠は似ており、債務危機に対する当局者の対策が不十分であることを挙げています。それでも、格下げ後の市場の反応は落ち着いていました。S&PがBBB+へ格下げしたイタリアの国債利回りや、AA+へ格下げされた欧州金融安定基金（EFSF）の債券利回りは、格下げにほとんど反応せず、イタリアの利回りはどの年限も低下基調で、EFSF債も3%台での低位安定が続いています。フィッチが格下げを発表してから日が浅く市場の反応を判断するには時期尚早なもの、格下げ後の格付けがS&Pより高めとなっていることから、市場への影響は小さいと予想されます。一連の格下げに市場がほとんど反応しなかったのは、2011年末頃からS&P、フィッチ共に格下げする可能性に言及しており、格下げを既に織り込んでいたためと思われます。

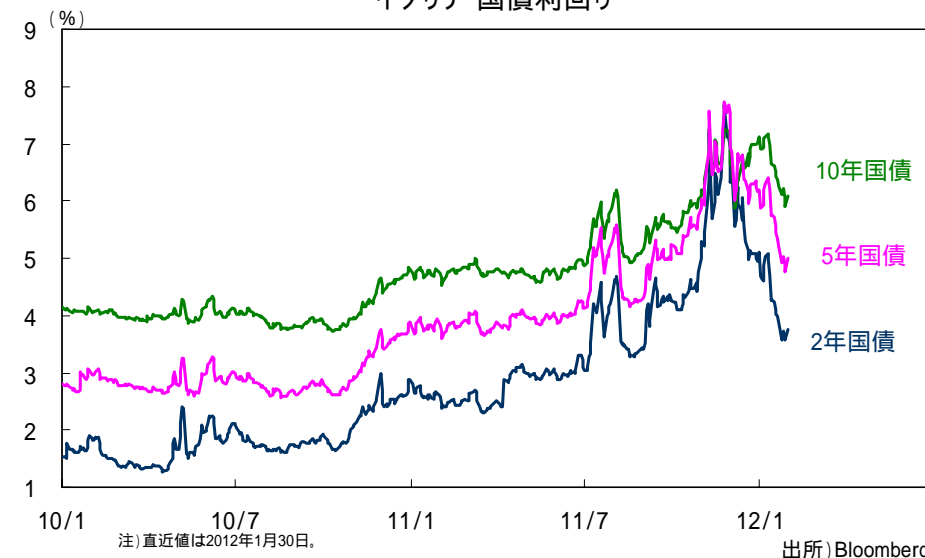
## ● 格下げ後も金融市場は冷静さを失わず

周辺国の国債市場が落ち着きを取り戻しつつあるのは、2011年12月に欧州中銀（ECB）が域内の銀行に対して実施した3年物の無制限資金供給が好影響をもたらしている面も大きいと考えられます。銀行が長期の資金を低利で大量に手にした結果、その一部が周辺国の国債市場に流入していると思われる。実際、ECBが資金供給する3年間より満期が短い国債の金利低下が著しいことが、それを示していると考えられます。本来は、銀行が社債等の長期の資金調達を行うことが難しくなっている中で、ECBが銀行に長めの資金供給を行うことにより、銀行の資金繰りを支える目的がありました。銀行間で資金を融通しあう際の金利が低下し始めている様に、銀行の資金繰りリスクも後退していますが、銀行が大量に保有する国債価格も安定するという二重の効果を、ECBの流動性供給はもたらしました。ECBの3年物無制限資金供給は2月下旬にも予定されています。国債市場が更に安定すれば、2月～4月に約900億ユーロという大量の国債償還を控えているイタリアの国債借換も無難に消化され、同国に対する市場の懸念は後退すると思われる。元々イタリアの財政再建策にはEUや格付け会社は高く評価しており、主な懸念は国債借換だったため、市場の注目は再度ギリシャに向く見込みです。

## 【図3】 銀行向け資金供給を積極化するECB



## 【図4】 格下げ後も低下基調が続くイタリア国債の利回り



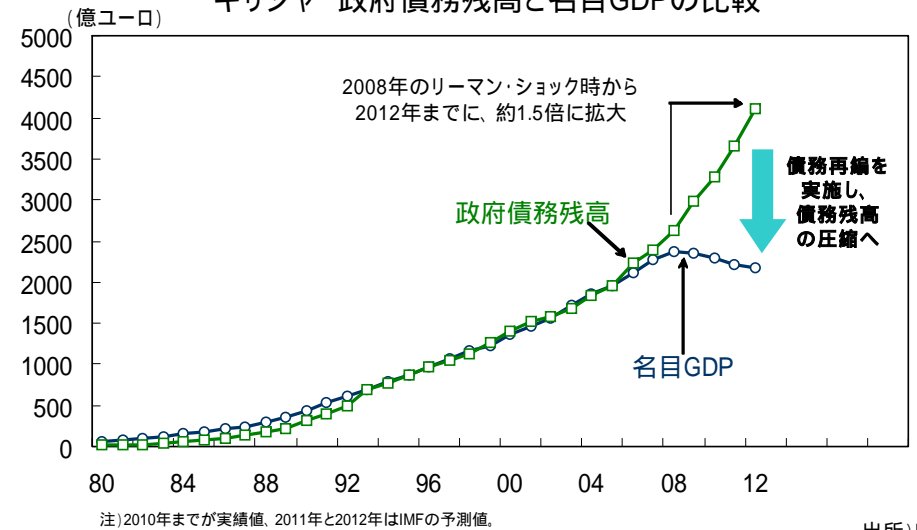
### ● 難航する民間投資家とギリシャ政府の債務再編交渉

イタリアに対する悲観論が後退する一方、ギリシャの債務再編問題はほとんど進展が見られず、市場心理を冷やす結果になっています。2011年10月のEU首脳会議で、民間投資家の保有するギリシャ国債を額面半額のギリシャ国債と自発的に交換するということが決定し、現在は民間投資家の代表団がギリシャ政府と新しい国債の表面利率や満期について交渉している段階です。EUとIMFの計画では、債務再編にほぼ全ての投資家が参加し、2020年にギリシャの政府債務残高をGDP比120%にする見込みとなっています。しかし、国債の交換が自発的に行われる以上、どの程度の投資家がこの取引に応じるか未知数なため、計画ほど投資家が応募しない可能性があります。その場合、ギリシャ財政の持続可能性が回復されない事を背景に、これまで支援を実施してきたIMFとEUが途中で支援を打ち切ることが予想されます。ギリシャは3月20日に145億ユーロの国債償還を控えており、支援打ち切りが決定すると、ギリシャの無秩序デフォルトが現実味を帯びるでしょう。

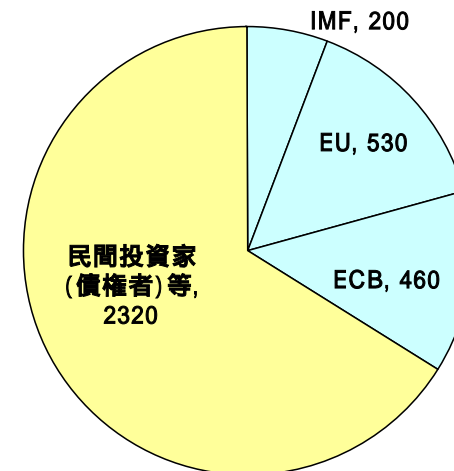
### ● ギリシャ支援が滞れば、市場の混乱材料になる恐れ

ギリシャ政府にとって、金融支援が途中で打ち切られる事態は避けたいと思われ、自主的な形式で投資家の応募が集まらなかった場合、代表団と合意した条件を強制的に全ての投資家に適用させる可能性を模索すると思われま。実際、パパデモス首相が投資家に強制的に損失負担を強いる法律の導入を検討していると報道されています。その場合、焦点になるのが欧州中銀（ECB）が保有するギリシャ国債です。ECBの保有する国債も債務再編の対象にすることは、ドイツ政府が反対の姿勢を見せる一方、民間投資家の代表団やIMFの中には前向きな意向を持っている者もあり、意見が分かれているのが現状です。仮に、ECBがギリシャ国債への投資で損失を出したとしても吸収可能な範囲に留まると思われ、市場への影響は小さいと思われま。しかし、当局者内で意見の不一致が長期化し結論が先送りされるようだと、債務再編が前進していないとの印象を市場に与えることになるでしょう。公的部門や民間部門の負担により債務再編に成功すれば、IMFとEUはギリシャの債務持続可能性は回復したと判断し、金融支援は継続されると予想されます。その場合、当座の危機は回避されるため市場は好感するでしょう。

【図5】 EUとIMFより政府債務再編が求められているギリシャ  
ギリシャ 政府債務残高と名目GDPの比較



【図6】 民間投資家だけでなくEUやECBの債権も議論の対象に  
ギリシャ政府向け債権者(2011年末、億ユーロ)



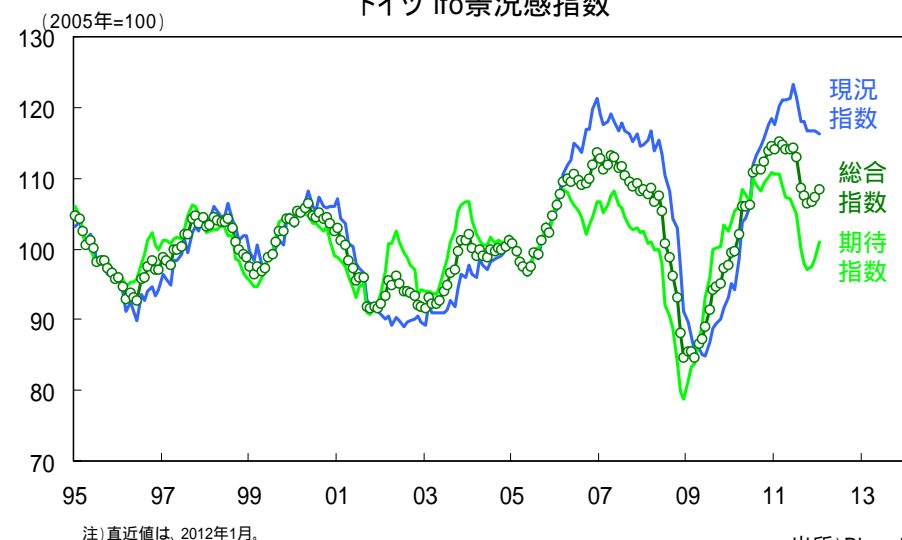
## ● 欧州債務危機に対する安全網は拡大

IMFとEUによる安全網は強化される方向で動いており、この点はイタリアやスペイン等にとって好材料になるでしょう。1月中旬に、IMFは融資可能枠を5000億ドル（約3900億ユーロ）増額する方向でG20と調整すると声明を出しました。これが実現すれば、既存の融資可能枠約3900億ドル（約3000億ユーロ）と併せて6900億ユーロの金融支援を行うことが可能になります。欧州金融安定基金（EFSF）の2500億ユーロと合算すれば、1兆ユーロ近い規模の安全網になります。可能性は低いながらイタリアとスペインが今後市場で資金調達が出来なくなったとしても、IMFとEUで対処可能な規模になるでしょう。加えて、今年7月に設立予定の欧州安定メカニズム（ESM）の規模拡大にこれまで反対していたドイツが前向きになっているとの報道もあり、（正式決定は3月のEU首脳会議）、ユーロ圏周辺国への支援網の強化で国際社会がまとまりつつある点は評価できると思われます。

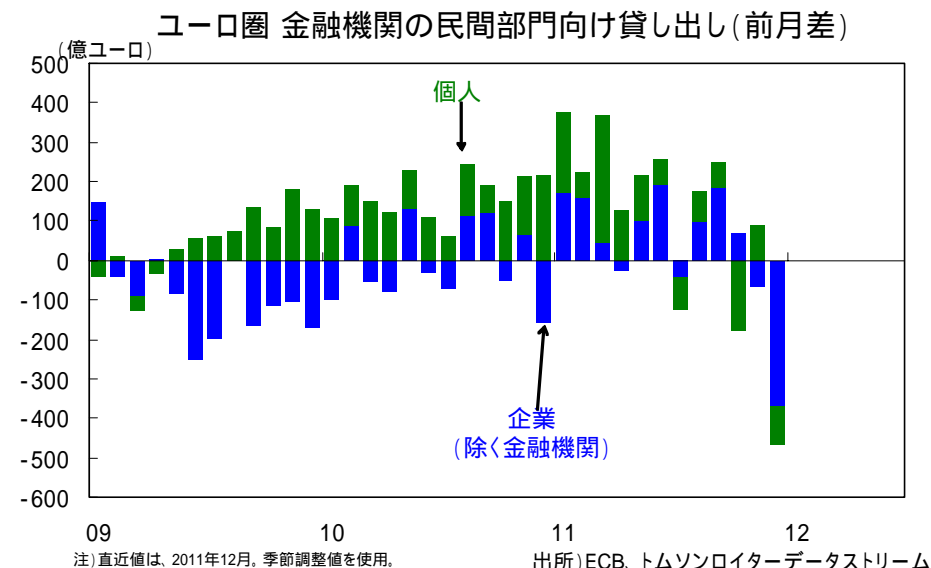
## ● 輸出競争力のあるドイツ頼みが強まるユーロ圏景気

ユーロ圏景気は、ドイツ企業の景況感が持ち直し始めるなど明るい兆しも見られますが、債務危機による実体経済への悪化が表れ始め、全体では芳しく無いものになっています。金融機関の民間部門向け貸し出しは、10月から減少傾向になっており、12月の企業（除く金融機関）向け貸し出しは大幅に縮小しました。欧州の大手銀行は、今年6月までに自己資本比率を9%まで引き上げることを当局から求められており、その一つの方法として貸し出しの縮小があり、景気悪化も加わり貸し出しを絞り込む動きが出ていると思われる。ECBの流動性供給により資金繰り懸念は遠のいたものの、ユーロ圏周辺国は、政府の信用問題によりこれまでの様に低利で市場から資金調達を行うことが難しくなっており、貸し出しの圧縮は今後も継続すると予想されます。頼みの外需は、競争力の強いドイツの輸出見通しは改善していますが、その他の国は軒並み悪化が続いており苦戦している状況です。ギリシャ危機で資金の出し手としてドイツの存在感が際立ちましたが、景気面でもドイツ頼みの状況が色濃くなると考えられます。ドイツ景気は、労働市場が好調なため個人消費が堅調に推移していることに加え、米中景気が失速しない限り輸出も伸びが期待でき、2011年10-12月期のマイナス成長から、今年1-3月期はプラス成長に転じる可能性が高そうです。（前田）

【図7】 2011年末から持ち直しの兆しが見えるドイツ経済  
ドイツ ifo景況感指数



【図8】 貸し出しの圧縮を始めるユーロ圏の金融機関



## 日本：海外景気の減速で輸出は伸び悩むも、経済対策効果で失速は回避

### ● 景気見通し：堅調な内需が輸出鈍化の緩衝材に

輸出は昨年12月にやや持ち直したものの、海外景気の減速が響き回復の鈍さが目立ちます。足元では生産が足踏み状態になり、震災後の回復は一服しています。一方で、失速懸念が高まらない背景には政府主導の復興が本格化することがあり、公共事業をはじめ住宅や設備投資などの需要が景気を押し上げると見込まれるためです。欧州債務危機、円高進行で台頭した先行き不安は徐々に和らいでおり、代わりに復興需要への期待が高まりつつあります。

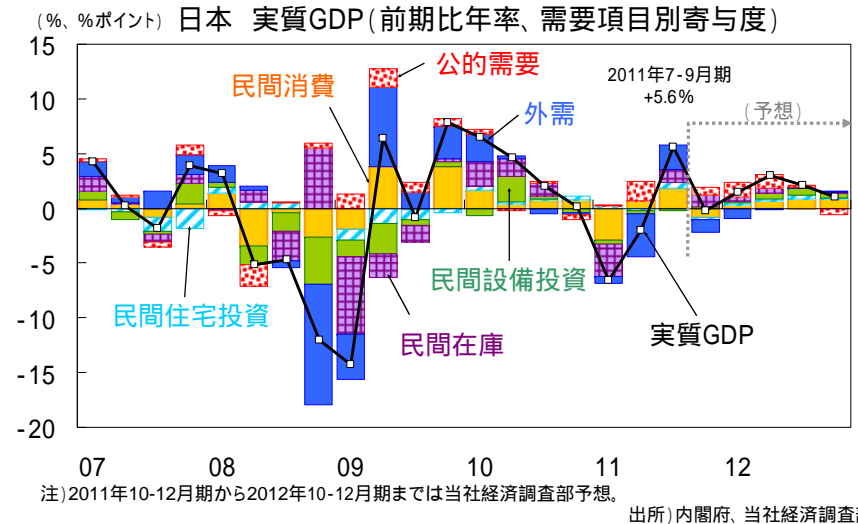
こうした状況下、実質GDP前期比はプラス圏で推移する見通しです。堅調な内需が、海外景気鈍化の大きな緩衝材となると考えられます。また一方で、米国や新興国の景気が金融緩和効果で加速する可能性もあり、成長率は上振れるシナリオも描けます。2012年下期は公共事業の息切れが懸念要因ですが、海外景気の持ち直しから外需にけん引役が移る見通しです。

### ● 金融政策見通し：積極的な緩和への公算が高まる

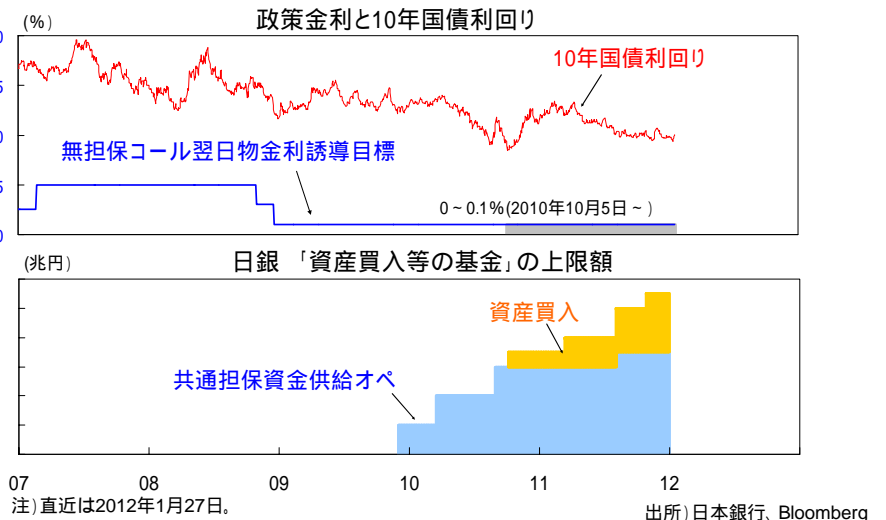
日銀は株価や為替相場が落ち着きをみせるなか、2011年10月27日の資産買入枠5兆円増額を最後に、政策変更を見送っています。この間、景気判断を「持ち直し」から「横ばい圏内の動き」に下方修正しており、欧州債務危機による世界的な景気鈍化をリスクとしてあげるなど、追加緩和姿勢を変えていないと判断されます。債務危機が深刻化すれば、リスク回避の動きが加速し株安・円高が進行するため、日銀は追加緩和に踏みきると考えられます。

1月に米連邦準備理事会（FRB）が超低金利政策を2014年遅くまで維持に延長したことは、日銀が緩和姿勢を強めるきっかけになると考えられます。FRBは量的緩和第3弾の実施についても示唆したため、日米金利差は一段と縮小する可能性が高まりました。米緩和期待の強まりでドル円相場が円高ドル安に振れる懸念から、日銀は積極的な緩和を続ける公算が高まっています。

### 【図1】2012年は復興支援策の効果でプラス成長が続く予想



### 【図2】日銀は緩和スタンスを維持、長期金利は低位で推移



● 日本の長期金利が低位にとどまる背景

2011年の米欧日の長期金利は財政不安を背景に2極化しました。リスク回避で投資資金が流出する国債と、逆に流入する国債です。日本は後者になり、10年国債利回りは年後半に1%台を下回り推移しました。日本は財政赤字や政府債務残高の大きさだけみれば、南欧諸国のように長期金利が大幅に上昇する要素はそろっています。ただし、金利水準に大きく影響を与えたのは経常黒字や対外純資産残高の黒字でした。財政赤字を国内の余剰資金で補てんできるうちは、長期金利が安定する公算は高いと言えます。

現在の日本は財政赤字や政府債務残高よりも、潤沢な国内貯蓄に焦点があたっています。また、低水準の消費税率など国民負担率の低さから財政再建の余力がある事も考慮されているとみられます。こうした環境は直ぐに変化する訳ではないので、日本の長期金利の低位安定は暫く続くと考えられます。他方、2011年貿易収支の31年ぶりの赤字化による経常黒字の縮小や、高齢化による貯蓄率の構造的な低下は、将来的な財政不安につながります。政府の財政再建の取り組みの遅れを不安視する声は高まっています。

● 現状では将来財政赤字を国内資金で補てん出来なくなる

内閣府が1月24日に「経済財政の中長期試算」を公表しました。この試算は2つの経済成長を前提にしており、「慎重なシナリオ」と「日本再生の基本戦略」が着実に実施される「成長戦略シナリオ」が想定されています。図4には「社会保障・税一体改革」が実施されない場合の「慎重シナリオ」も掲載しました。このケースでは消費税率引上げ（2014年4月より5.8%、2015年10月より8.10%）等が考慮されないため、基礎的財政収支の改善は3-4年後に止まり、政府債務(国・地方)は2023年には対GDP比240%を超え家計純金融資産（現在同230%強）では消化できない公算が高まります。

この試算からは、日本のギリシャ化は当分先とはいえ今手を打たなければ財政危機は現実化する事がわかります。社会保障・税の一体改革は与野党の足並みがそろわず混迷していますが、財政再建の期待が後退すれば長期金利上昇のリスクは膨らむでしょう。また、「慎重シナリオ」でも想定成長率は実際よりも高く、成長率が大きく向上しなければ財政再建は描けなくなります。長期金利が低いうちに財政再建策の具体化が急務と言えます。（向吉）

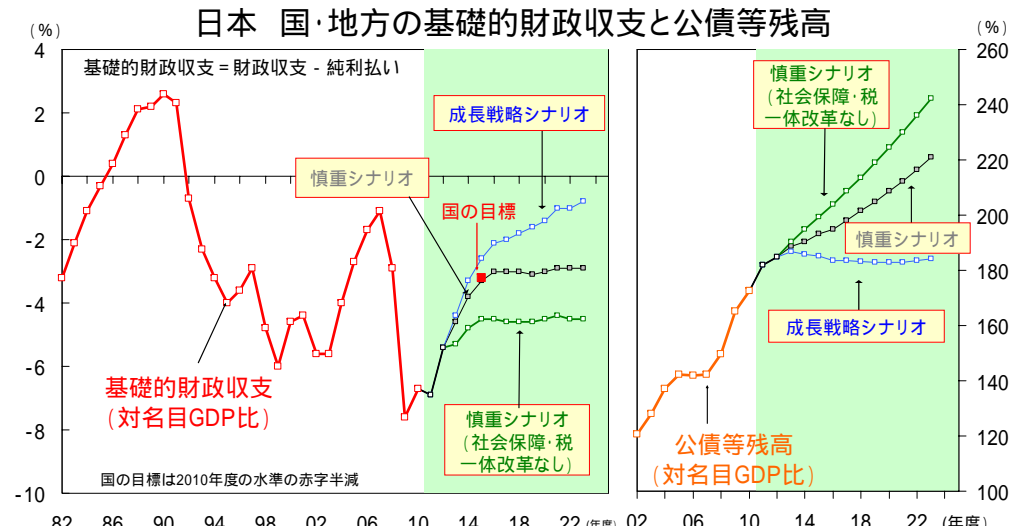
【図3】経常収支・対外純資産の黒字が日本の低金利を可能に

主要国の財政、経常収支、対外純資産の状況と長期金利の水準 (%)

	自国通貨建て長期債務格付け	10年国債利回り		財政収支 (GDP比)	政府債務残高 (GDP比)		経常収支 (GDP比)	対外純資産残高 (GDP比)	国債の海外投資家保有比率	国民負担率 (対国民所得比)
		2011年1月	2011年末		2011年最高水準	2011年				
日本	AA-	0.99	1.35 (2月16日)	8.9	211.7	127.6	2.2	49.6	4.9	38.6
ドイツ	AAA	1.83	3.49 (4月11日)	1.2	86.9	51.5	4.9	15.0	49.5	52.0
米国	AA+	1.88	3.74 (2月8日)	10.0	97.6	73.8	3.0	39.0	46.8	32.5
英国	AAA	1.98	3.88 (2月10日)	9.4	90.0	61.7	0.6	28.5	28.5	46.8
フランス	AA+	3.15	3.78 (4月8日)	5.7	98.6	62.7	2.3	22.4	46.4	61.1
スペイン	A	5.09	6.70 (11月25日)	6.2	74.1	45.6	4.0	88.3	55.5	47.8
イタリア	BBB+	7.11	7.26 (11月25日)	3.6	127.7	100.2	3.6	46.2	46.4	62.7
アイルランド	BBB+	8.43	15.51 (7月18日)	10.3	112.6	65.0	0.5	83.4	87.0	46.9
ポルトガル	BB	13.36	14.05 (11月30日)	5.9	111.9	75.8	8.0	78.9	59.0	56.8
ギリシャ	CC	34.96	35.78 (12月21日)	9.0	165.1	133.1	8.6	102.8	73.7	46.1

注) 財政収支、政府債務残高、経常収支の対GDP比はOECD (Economic Outlook No.90)による。対外純資産残高対GDP比、国債の海外投資家保有比率はフィッチ・レーティングスによる。なお海外投資家保有比率のアイルランドとギリシャは2009年の値。国民負担率は租税と社会保障に対する国民の負担の度合いを表す。なお各国データは財務省による。自国通貨建て長期債務格付けはS&P社による(2012年1月18日時点)。10年国債利回りは終値ベース。なおアイルランドのみ残存9年の国債利回りを使用。出所) OECD, IMF, Bloomberg, 財務省、日本銀行、Fitch Ratings

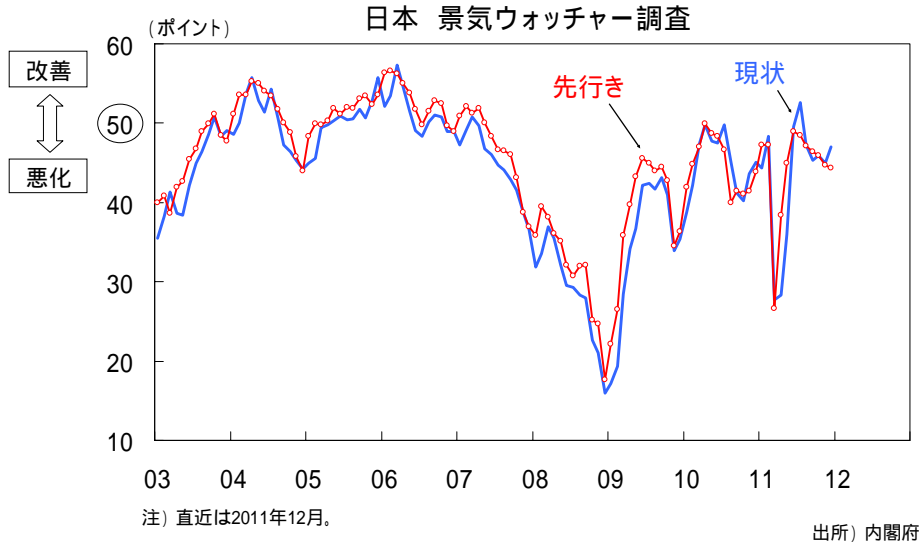
【図4】もはや高成長なしでは財政再建は描けない



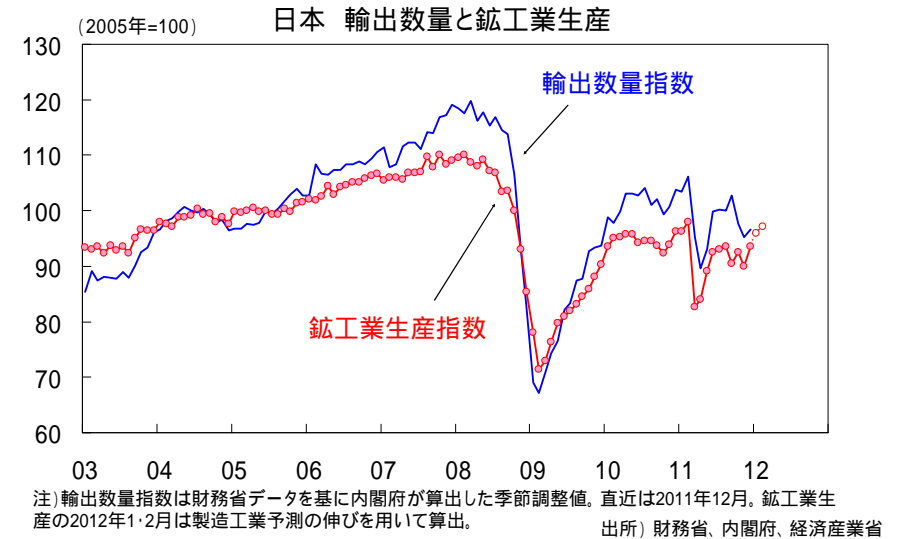
注) 予測(2011-2023年度)は内閣府の「経済財政の中長期試算(2012年1月)」による。「慎重シナリオ」は2011-2020年度までの平均成長率を名目1%台半ば、実質1%強、「成長戦略シナリオ」は同名目3%程度、実質2%程度を想定。出所) 内閣府

● 景気全般・企業部門の動向

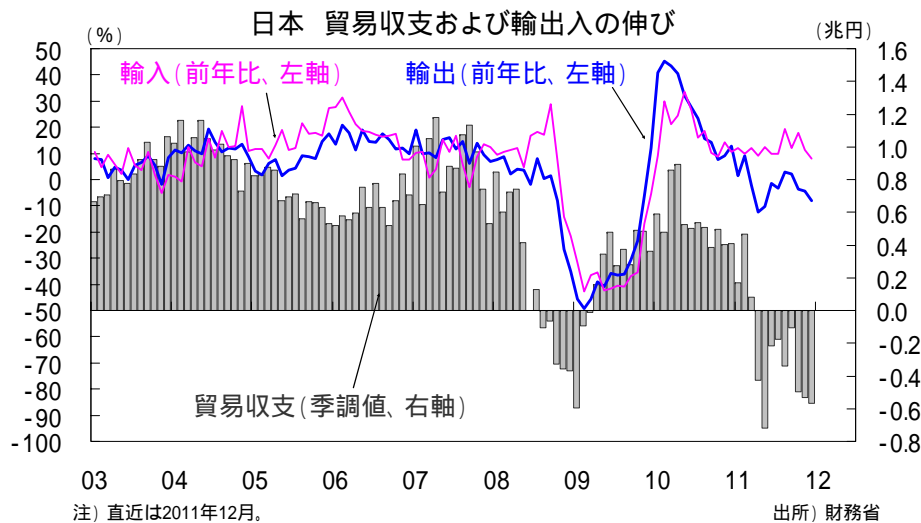
【図5】民間の景況判断には先行き鈍化懸念が台頭



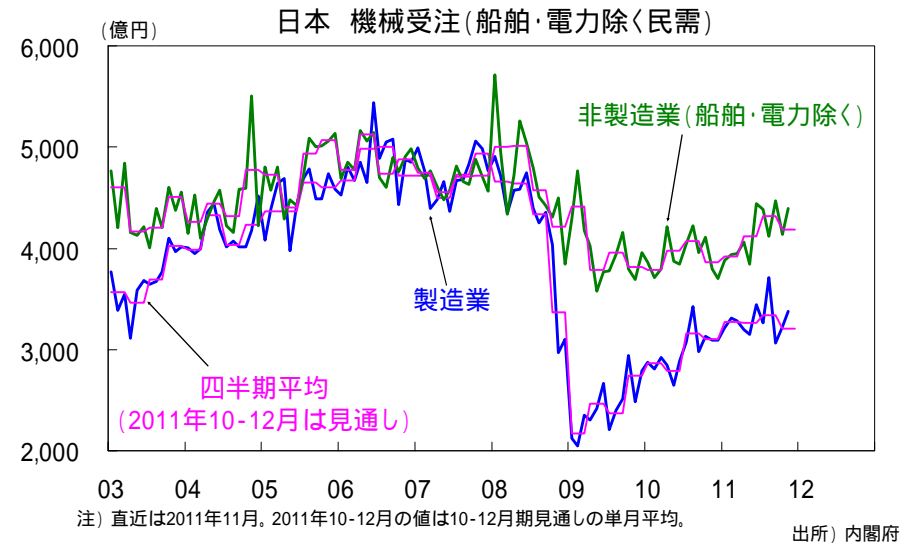
【図6】海外景気減速による輸出鈍化が生産回復の抑制要因に



【図7】震災後の輸出低迷が響き、貿易赤字が継続

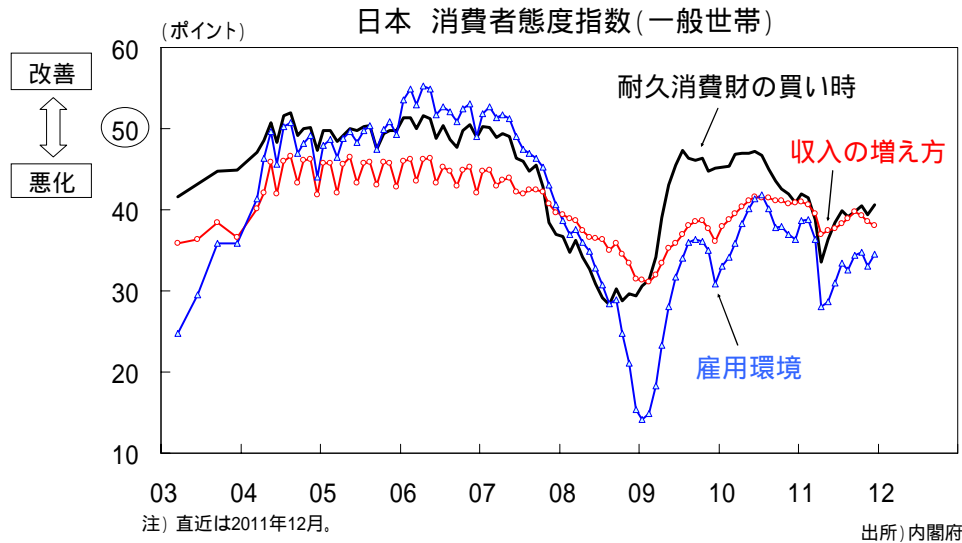


【図8】機械受注は回復基調、製造業にやや頭打ち感も

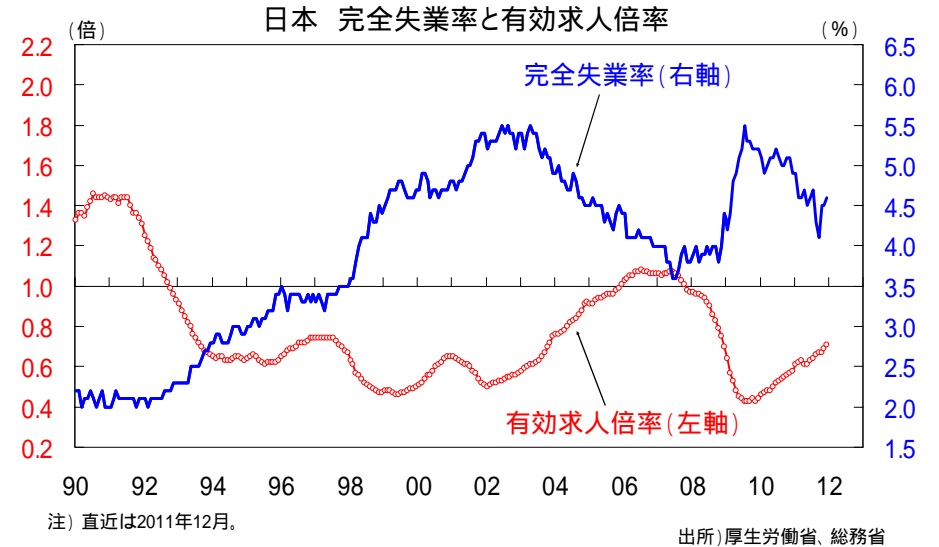


● 家計部門の動向

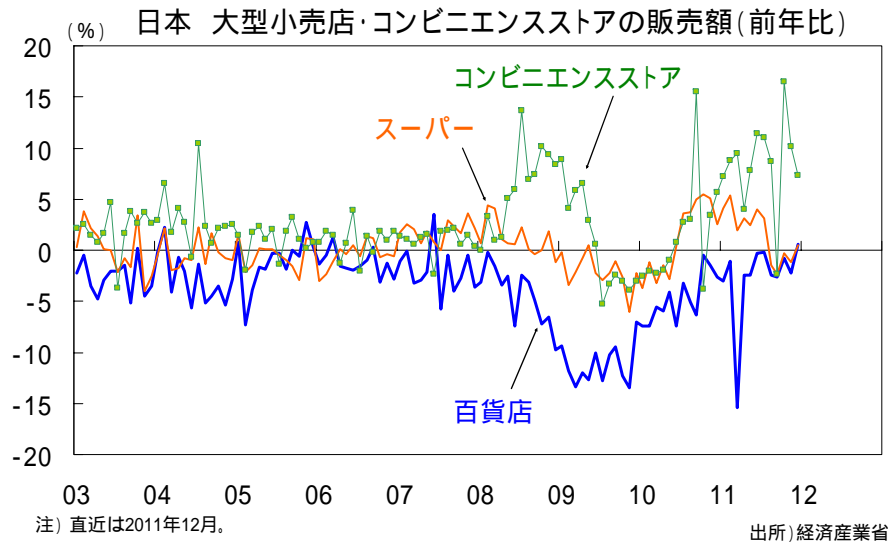
【図9】消費マインドは慎重さが残り、回復は緩やか



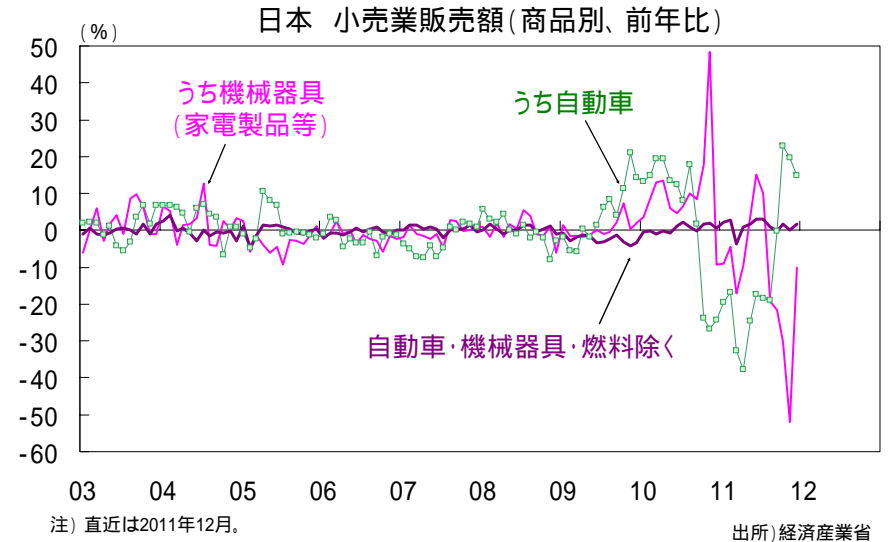
【図10】有効求人倍率が上昇し、雇用環境の改善続く



【図11】震災後の消費回復は速く、小売販売は底堅く推移

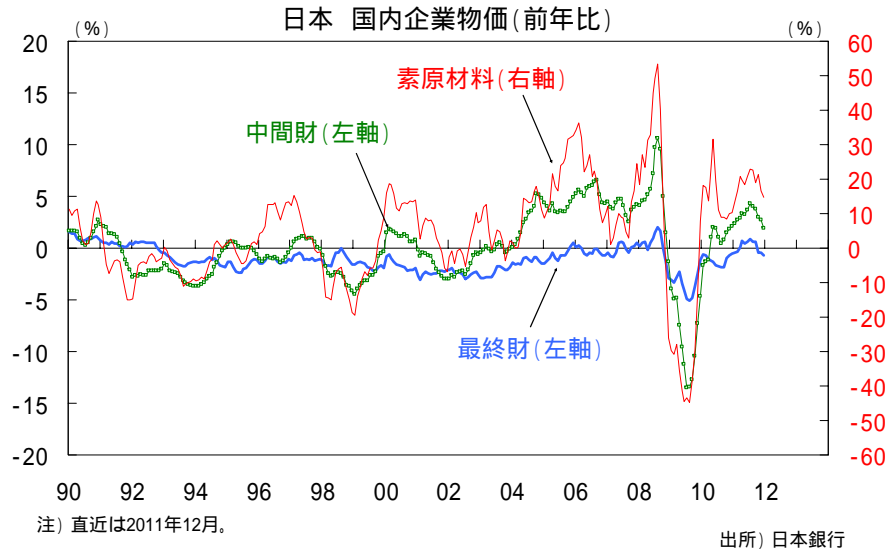


【図12】デジタル家電は特需の反動減、一方乗用車は回復

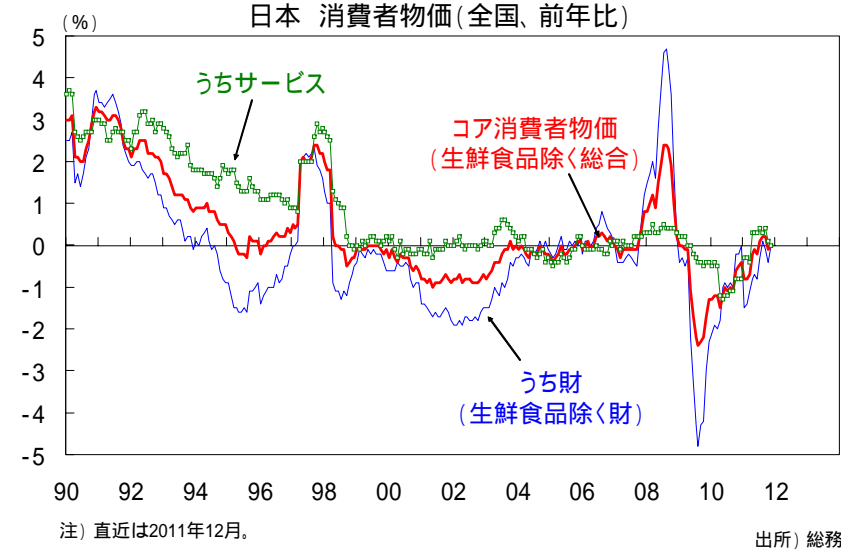


● 物価動向・金融環境

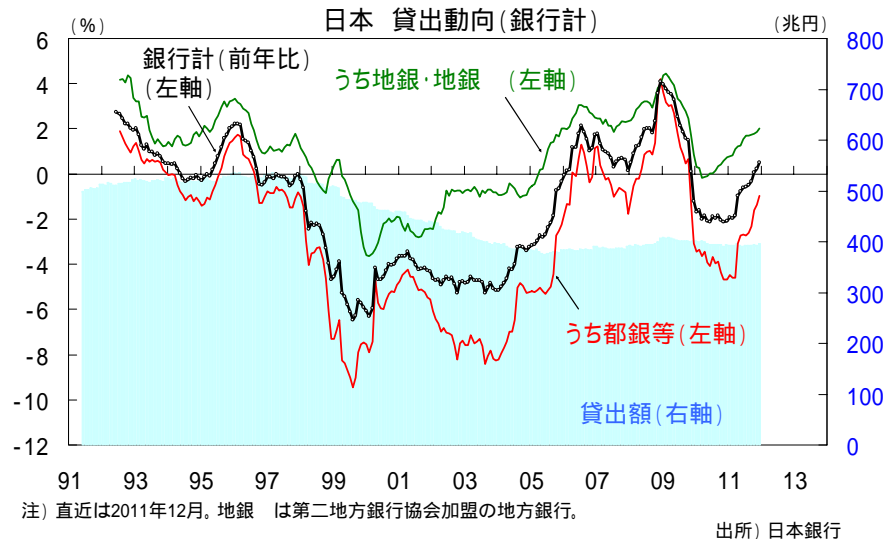
【図13】商品市況がピークをつけ、企業物価の上昇も頭打ち



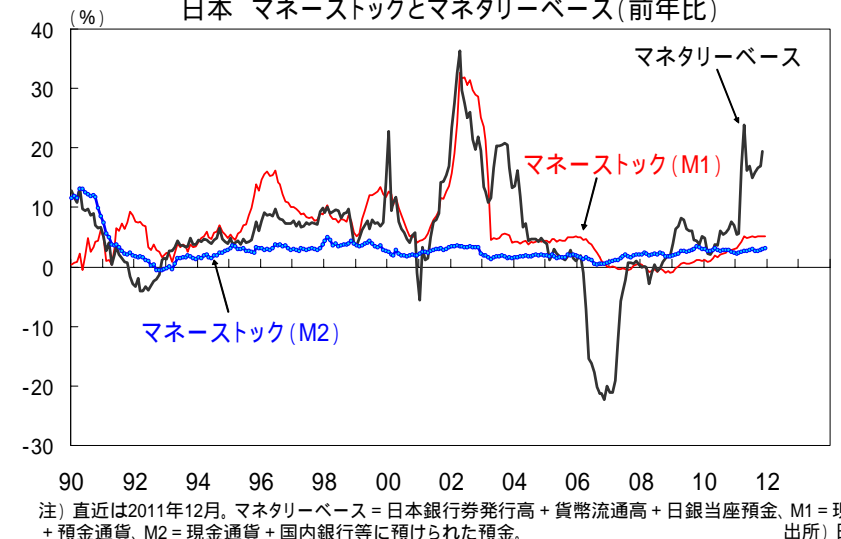
【図14】コア消費者物価の前年比は再びマイナス圏に



【図15】銀行貸出は回復するも、消極的な姿勢は変わらず



【図16】追加緩和でマネタリーベースは拡大、M2の伸びは限定的



## 豪州：アジア向け資源輸出が景気を下支え、政策が下振れを抑制

### ● 景気見通し：資源ブームによる底堅い成長が続く

2011年7-9月期の実質GDPは、自然災害の反動で高成長となった前期に続き、設備投資や個人消費を中心に前期比年率+3.9%となりました。設備投資は、今後も鉱業を中心に増加が予定され、景気を下支えする見込みです。

欧州問題で不安定な金融市場や改善ペースが鈍化した雇用環境などを背景に消費者マインドが悪化傾向にあります。しかし、実質可処分所得の高い伸びに支えられ、個人消費は底堅い成長を続けています。足元では、2011年11月、12月の利下げによる効果で消費者マインドに幾分、改善がみられます。

今後も中国、日本などアジア圏での資源需要を原動力に底堅い成長が続くとみえています。世界景気が失速した時でも、財政・金融政策の対応余地が大きいとみているため、他の先進国に比べて相対的に高い成長率が予想されます。

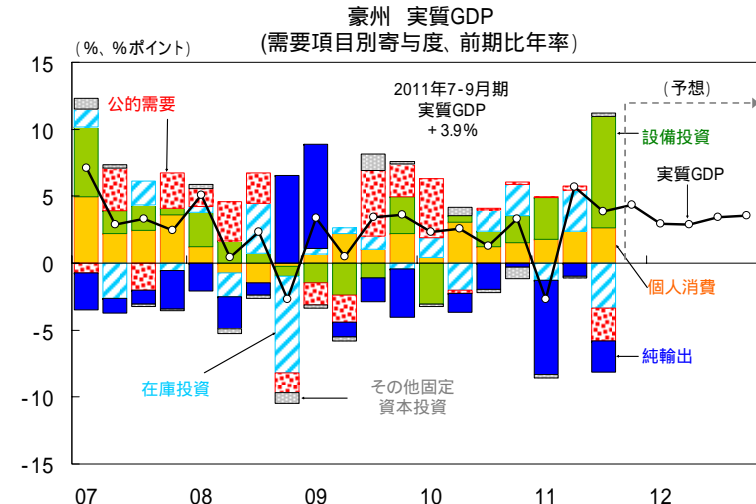
### ● 金融政策見通し：予防的な追加利下げが予想される

豪中銀は、12月の会合では国内景気を平均的な成長トレンドが続いていると評価する一方で、欧州問題を発端とした世界景気の先行き不透明感によって、予防的に政策金利を0.25%引き下げ4.25%としました。

先行きについても、10-12月期のコア消費者物価が前年比+2.5%と豪中銀のインフレーターゲット2~3%の範囲に収まっていることから、しばらく0.25%ずつの緩やかなペースで政策金利の引き下げが続くとみえています。

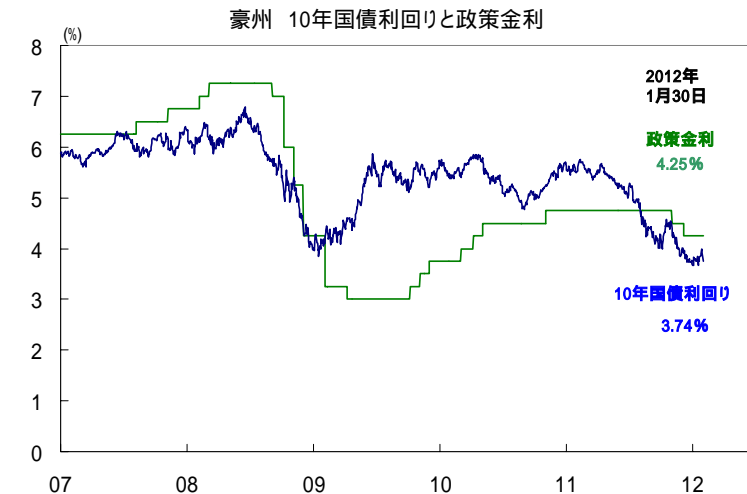
豪ドル相場は、2ヵ月連続の利下げ実施で大幅に下落する場面がありましたが、その後は対円、米ドルなどで堅調に推移しています(26頁)。豪州景気の底堅さに加え、利下げ後も相対的に金利水準が高いことや財政が健全で格付けが良好なことなどが相場を支えていると思われます。(石井)

### 【図1】 資源需要を原動力に緩やかな成長が続く



注) 2011年10-12月期から2012年10-12月期までが当社経済調査部予測値。 出所) 豪統計局、当社経済調査部

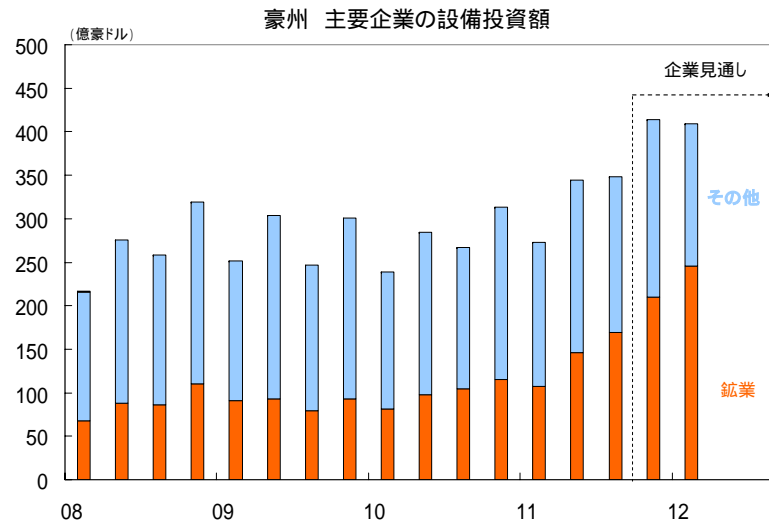
### 【図2】 政策金利の引き下げを織り込む長期金利



注) 直近は2012年1月30日。

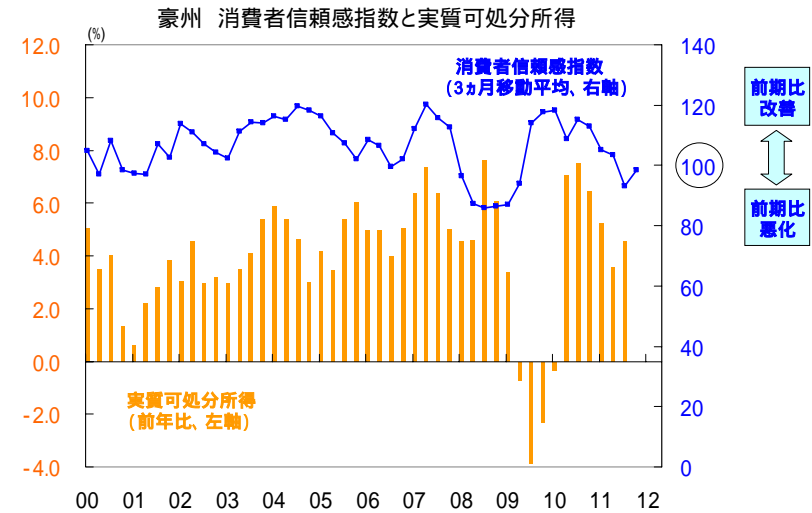
出所) Bloomberg

【図3】 設備投資は鉱業中心に拡大する見込み



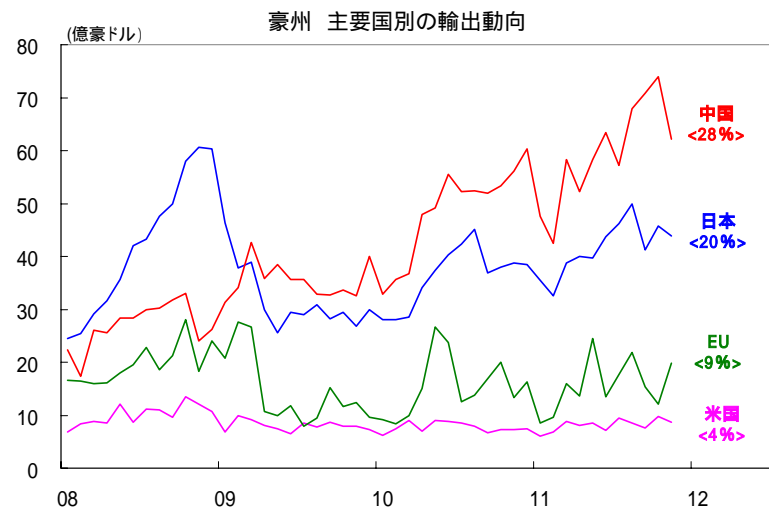
注) 直近値は2011年7-9月期、企業見通しが2011年10-12月期と2012年1-3月期。 出所) 豪統計局

【図4】 消費者マインド悪化も消費への影響は軽微



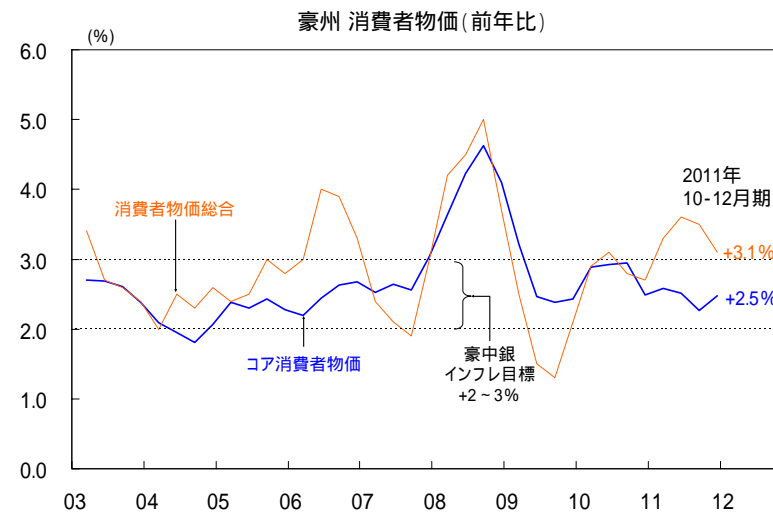
注) 直近値は消費者信頼感指数が2011年10月から12月までの平均値、実質可処分所得が同年7-9月期。 出所) 豪統計局、Westpac銀行

【図5】 輸出は中国、日本向け中心に堅調



注) 直近値は2011年11月。 <> 内の数値は直近の輸出構成比。 出所) 豪統計局

【図6】 コア消費者物価は政策レンジの範囲で推移



注) 直近値はいずれも2011年10-12月期。 出所) 豪統計局、豪中銀

## 為替：米国の追加緩和期待がドル反発の抑制要因に

### ● ドル円相場：目先は現行水準程度で小康状態が続く見通し

アジアなど海外経済減速に伴う輸出の伸び悩み、天然ガスなどエネルギー輸入増の傾向が続き、日本の貿易収支は赤字基調持続の見通し。当面は将来的な経常赤字転落への懸念が意識されやすく円安要因として残存する見込み。

米国は景気回復が続いているものの、そのペースが極めて緩慢ななか、FRB（米連邦準備制度理事会）は金融緩和解除時期の先送りを示し、日米短期金利差拡大は見込みづらく、金利面は円安ドル高材料になりにくいと判断。

欧州債務危機継続を反映した金融市場のリスク回避姿勢は依然根強く、米国の追加金融緩和への期待も高まるなか、ドルの反発は抑制されると判断。目先は、現行水準（1ドル=75～77円台）程度で小動きな展開が続く見通し。

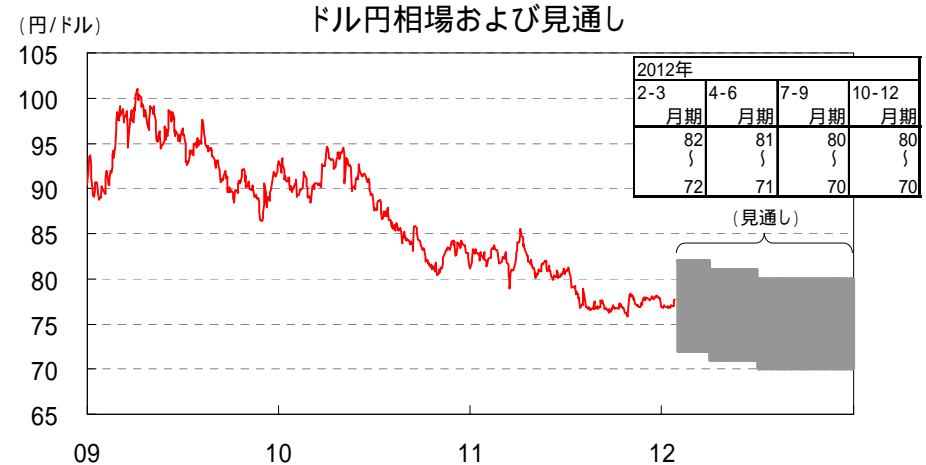
### ● ユーロドル相場：ユーロ圏の相対的な低成長はユーロの重石に

ECB（欧州中銀）の流動性供給やIMF（国際通貨基金）の救済資金枠拡充などの危機対策に加え、米国など主要国景気の悲観論後退を受け、金融市場の緊張が幾分和らいでいることは、目先のユーロ下支えに作用する見通し。

2月もギリシャ債務減免を巡る協議、ギリシャ・ポルトガル・イタリアの国債償還といった注目材料が目白押しのなか、債務危機の収束期待と拡大不安が入り混じる展開が継続。ユーロも神経質な推移を余儀なくされると予想。

対外投資引き揚げによるユーロ圏への資金回帰はユーロ高要因も、債務危機の収束が見え難いことやユーロ圏の相対的な低成長などが嫌気され、対内投資が一段と冷え込む可能性もあり、目先はユーロ下値リスクが残る展開に。

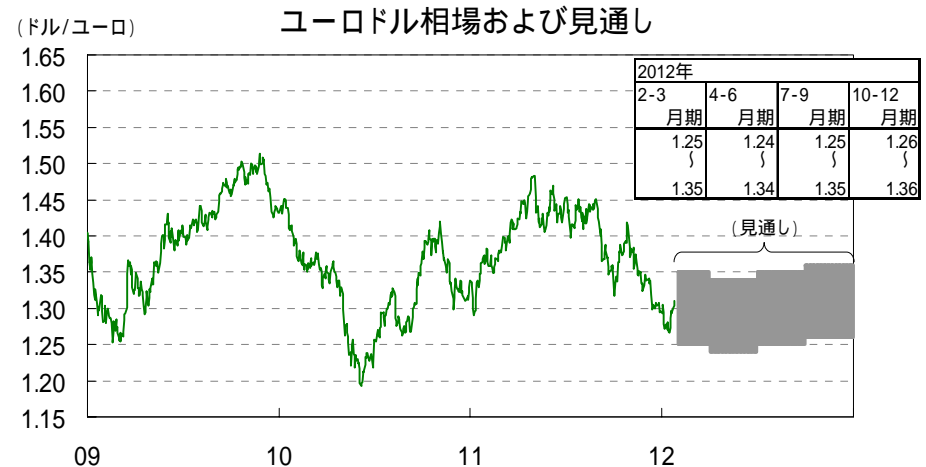
### 【図1】ドル円相場：米国の追加緩和期待がドル反発を抑制



注)実績の直近値は2012年1月27日時点。見通しは当社経済調査部に基づく。

出所) Bloomberg

### 【図2】ユーロドル相場：目先は下値リスクが残るユーロ



注)実績の直近値は2012年1月27日時点。見通しは当社経済調査部に基づく。

出所) Bloomberg

●ドル円相場：円安シナリオを想起させやすい貿易赤字の長期化

1月に入り、ドル円相場は1ドル=77円ライン近辺で小動きな展開が続いていましたが、月末にかけては乱高下しました。25日に発表された日本の貿易収支（2011年12月）が赤字（季調値ベースでは9ヵ月連続）となり、貿易赤字の長期化で将来的には経常赤字国へ転落する（さらには国債の国内消化が困難になる）との懸念が浮上、一時78円台前半まで円安が進行しました。しかしながら、超低金利政策の長期化が示された25日（日本時間26日）米国FOMC（連邦公開市場委員会）後は一転、76円台前半まで円高が進みました。

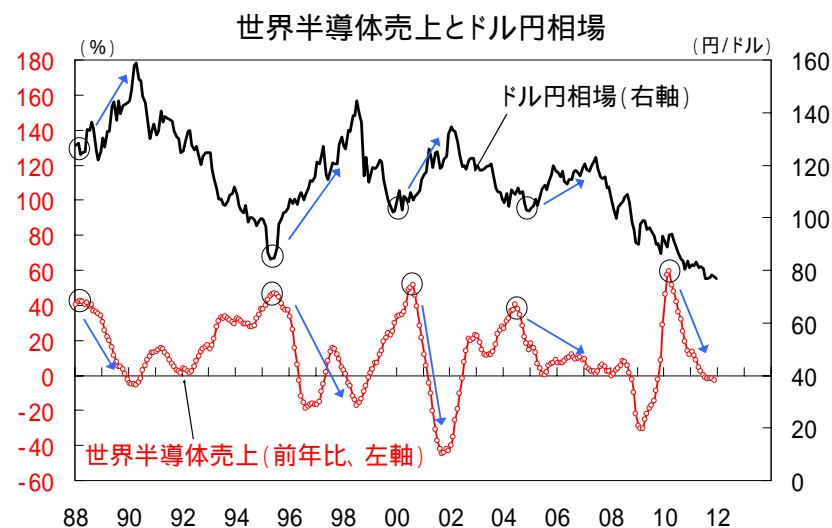
当面のわが国貿易収支は、円安材料として意識されやすい見込みです。基本的には、貿易赤字を巨額の所得収支黒字が補うとみられ、早期に経常収支が赤字化する可能性は低いと考えます（20頁図15・16）。ただし、過去のシリコンサイクル（半導体産業の景気循環）とドル円相場の関係が示唆するように（右図3）、わが国の主力輸出製品の一つである半導体の需要低迷など輸出鈍化要因が残る間は、貿易赤字が継続し、経常収支が一段と悪化すると不安が想起され、一時的に円安方向へ振れる場面は今後も見られましよう。

●ドルを取り巻く環境（米国低金利・双子の赤字）は当面不変

一方、近年はドル円相場の方向性を探る上で、日米国債（2年物）金利差が目安となるため（18頁図8）、米国の金融緩和解除先送り示されたことは、対円でのドル反発抑制要因になると思われます。昨年秋以降、世界的な景気減速に加え、欧州危機でユーロへの信認が揺らぐなか、安全性の高さから米ドルが底堅さを増す局面も見られました。ただし、米国の相対的な低金利が常態化し、元来、巨額の双子の赤字（財政・経常赤字）といった慢性的な通貨安要因を抱えるドルを選好する流れが持続するかは疑問符が付きます。

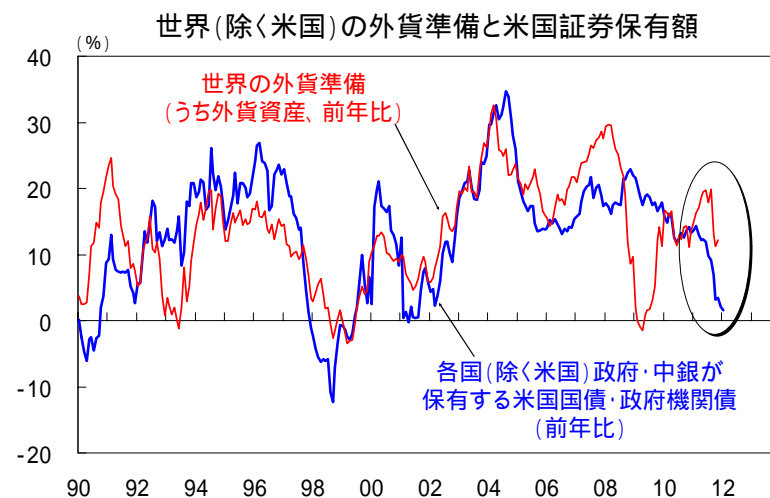
ドルに対する評価は、世界の外貨準備運用動向も参考となりましよう。各国金融当局は総じて、外貨準備をドル資産中心に運用するため、外貨準備高は当局の米国国債・政府機関債保有額の動きと連動する傾向があります（右図4）。しかしながら足元は、外貨準備の増加ペースほど米国国債・政府機関債が増えておらず、運用先の分散化を示唆する動きとも推察されます。ドルは基軸通貨であり、先行き不透明な市場環境では安全通貨として存在感を増すものの、本格上昇に至る条件が整っていない点は留意したいところです。

【図3】過去は一定の相関が見られた半導体市況と円相場



注) 直近値は半導体売上が2011年11月、ドル円相場が2012年1月27日時点。 出所) SIA, Bloomberg

【図4】ドルの方向性を見る上で注視したい外貨準備運用動向



注) 各国政府・中銀が保有する米国国債・政府機関債はカスタディ（ニューヨーク連銀の保護預り）勘定ベース。直近値は2012年1月。世界の外貨準備の直近値は2011年11月。 出所) FRB, IMF

●ユーロドル相場：過度の不安心理後退でユーロ下げ止まりの兆し 【図5】リスク回避姿勢の後退はユーロにも好材料となる見込み

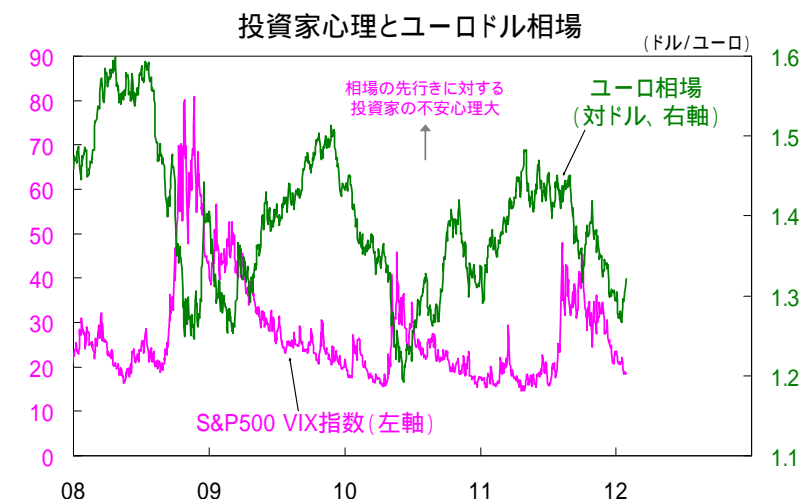
1月のユーロ相場は、昨年秋以降の下落基調を引き継ぐ流れのなか、13日のユーロ圏9カ国同時格下げの影響もあり、同日には対ドルで一時1.26ドル台に、16日には対円で2000年12月以来の水準となる97円台まで下落するなど、前半は軟調地合いが強まりました。その後18日に、IMF（国際通貨基金）が欧州債務危機対策を拡充する方針を提示、また不安視された加盟国の国債入札が無難に消化されたことを受け、月末にかけてのユーロは対ドルで1.32ドル台、対円で102円台まで回復するなど、下げ止まりの兆しも見られます。

ユーロが底固めの様相を強めるには、金融市場が落ち着きを取り戻すことも必要でしょう。投資家が抱く不安心理の大きさを表すVIX指数で見ると、2011年夏場以降、米国景気の先行き懸念台頭や欧州債務危機の中核国への波及などで同指数が上昇（不安心理が増大）した局面で、ユーロは対ドルで下落基調を強めました（右図5）。足元に向け、欧州信用不安の緩和に加え、米国景気の持ち直し（21頁図19）や新興国景気に対する過度な懸念後退で、リスク志向が改善しつつあることもユーロ相場の下支えに寄与しましょう。

●ユーロ圏の相対的な低成長もユーロにはマイナス材料に

ただし、ユーロが反転上昇する環境は整っていないと考えます。ECB（欧州中銀）を始め政策当局が債務危機対策を講じる一方、ギリシャ債務減免を巡る協議が難航するなど、当面は危機解決への期待と失望が交錯する展開が予想され、ユーロは不安定な推移が続くでしょう。また、米国などは巡航速度の回復が続いているものの、世界的には景気減速基調を脱したとはいえないなか、欧州危機の行方次第では景気が腰折れするリスクもあり、金融市場でリスク志向の更なる改善が望みにくいこともユーロの重石となりそうです。

こうした市場環境に加え、ユーロ圏景気の相対的な弱さも、ユーロにはマイナス材料でしょう。ユーロドル相場と米欧景況感格差の間には一定の相関が見られます（右図6）。当面は緩やかながら景気拡大が見込まれる米国に対し、ユーロ圏は信用不安や緊縮財政の影響でマイナス成長が避けられない情勢です。ユーロ圏に対しては、債務危機に伴う混乱や相対的な低成長などが嫌気され、証券投資を含め海外からの投資が一段と冷え込む可能性もあり（19頁図14）、目先はユーロの下値リスクが残ると判断されます。（瀧澤）



注) VIX指数はCBOE(シカゴオプション取引所)がS&P500のオプション取引の値動きをもとに算出・公表。直近値はいずれも2012年1月27日時点。出所) Bloomberg

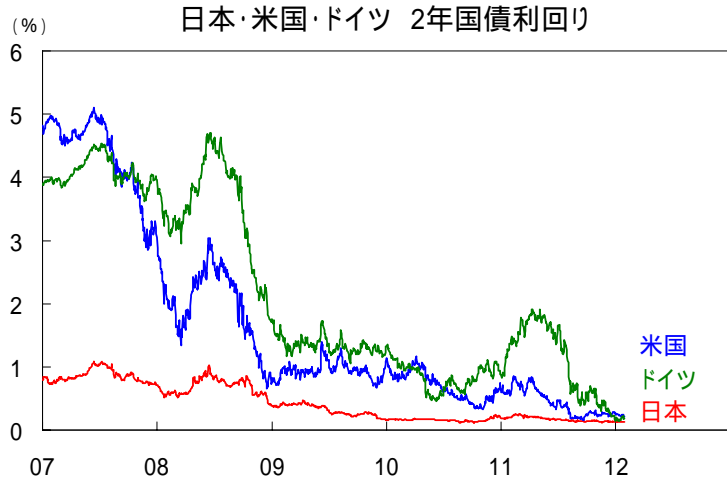
【図6】欧米景況感格差はユーロの軟調を示唆



注) 景況感格差はZEW公表のユーロ圏と米国の景況感指数（現況）の差に基づく。直近値は景況感格差が2012年1月、ユーロ相場が同月27日時点。出所) ZEW, Bloomberg

● 国債金利(差)と為替相場

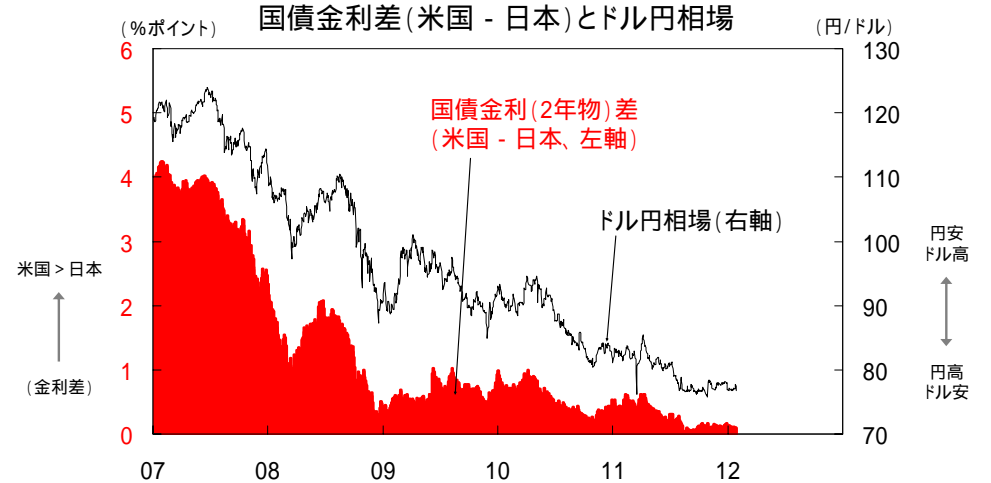
【図7】 ECBが利下げに方針転換し、ドイツ金利は一段と低下



注) 直近値は2012年1月27日時点。

出所) Bloomberg

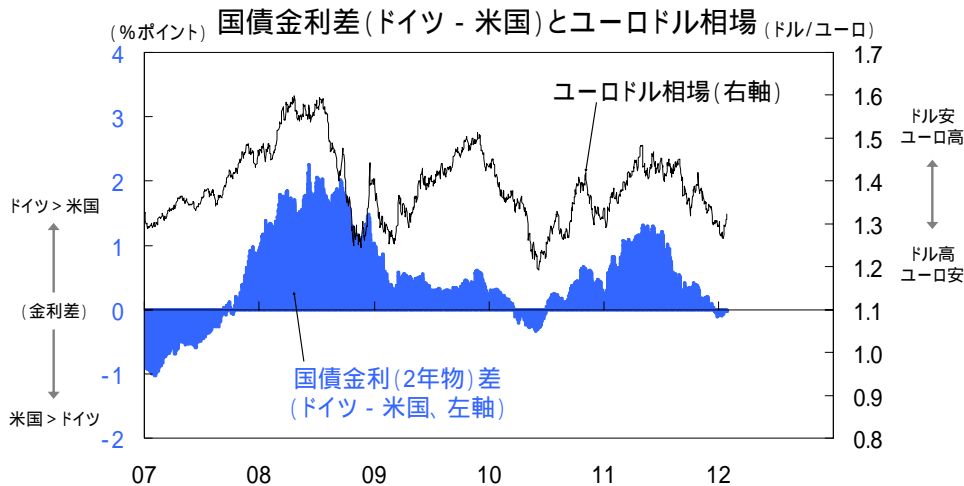
【図8】 日米金利差がほぼゼロに近づき、ドル円相場はこう着



注) 直近値は2012年1月27日時点。

出所) Bloomberg

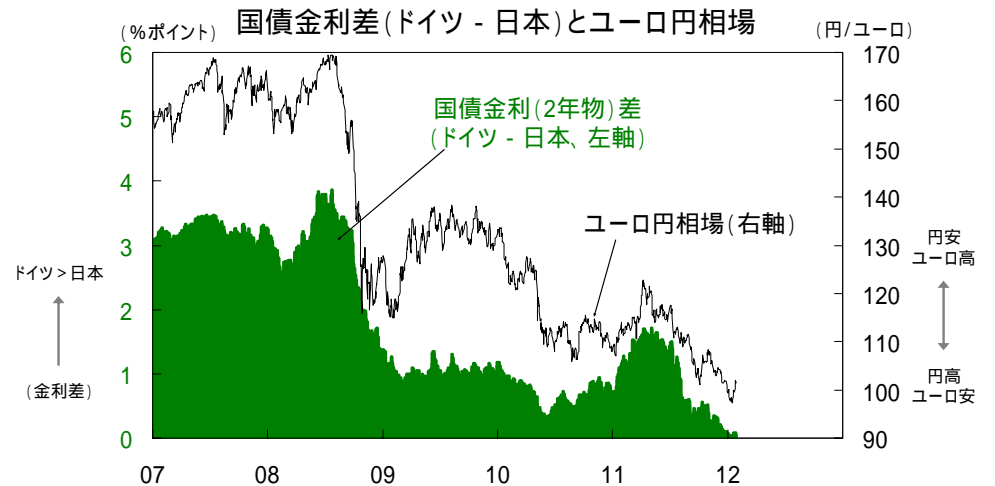
【図9】 米欧の短期金利差が逆転(米国 > ドイツ)



注) 直近値は2012年1月27日時点。

出所) Bloomberg

【図10】 金利面の優位さ薄れ、一時100円割れとなったユーロ



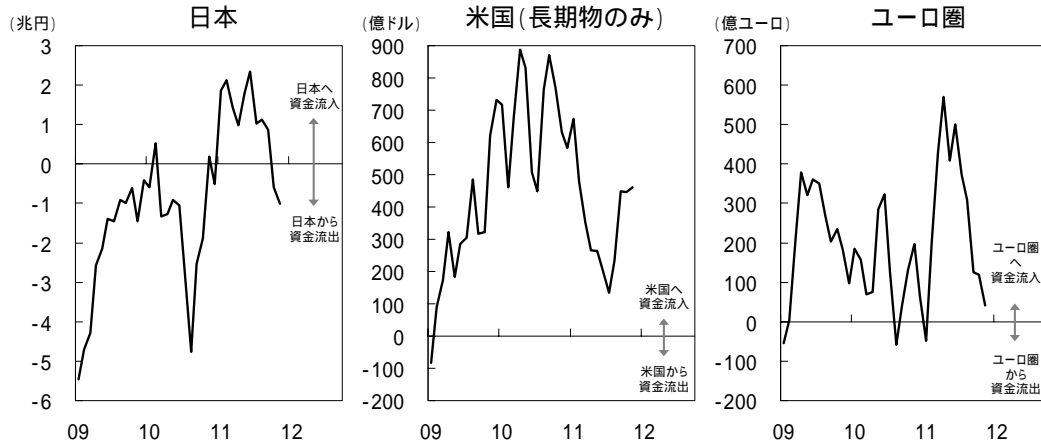
注) 直近値は2012年1月27日時点。

出所) Bloomberg

● 対内・対外証券投資

【図11】 欧州危機拡大でユーロ圏への資金流入が急速に細る

日本・米国・ユーロ圏 ネット資金流出入(対内証券投資+対外証券投資)

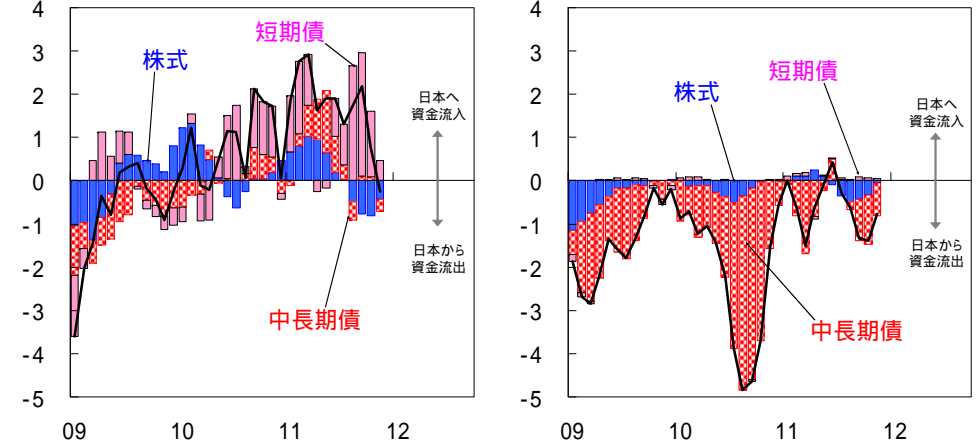


注) 3ヵ月移動平均値。直近値は2011年11月時点。

出所) 財務省、米財務省、ECB

【図12】 日本：海外勢による短期債買いの流れも一服か

日本 対内証券投資 (兆円)      日本 対外証券投資 (兆円)

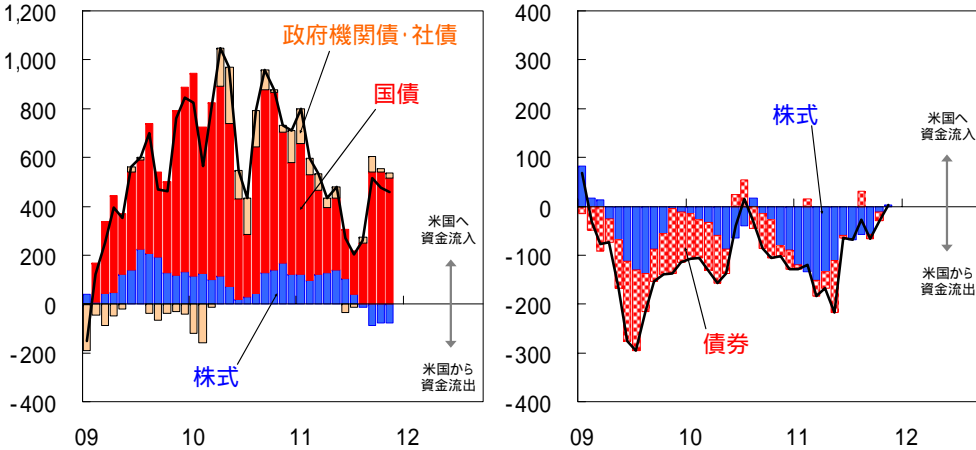


注) 3ヵ月移動平均値。直近値は2011年11月時点。

出所) 財務省

【図13】 米国：海外勢による米国国債需要はいまだ堅調

米国 対内証券(長期物)投資 (億ドル)      米国 対外証券(長期物)投資 (億ドル)

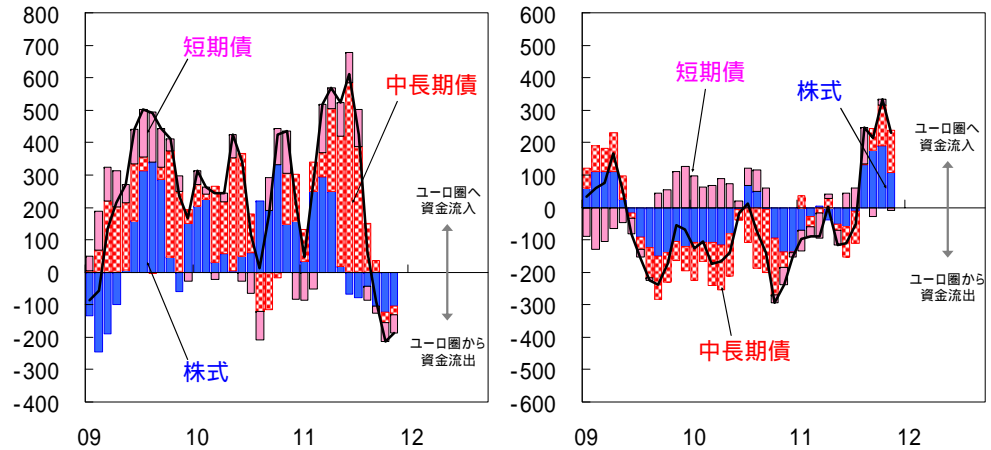


注) 3ヵ月移動平均値。直近値は2011年11月時点。

出所) 米財務省

【図14】 ユーロ圏：資金流出超の傾向続く海外勢の株式投資

ユーロ圏 対内証券投資 (億ユーロ)      ユーロ圏 対外証券投資 (億ユーロ)

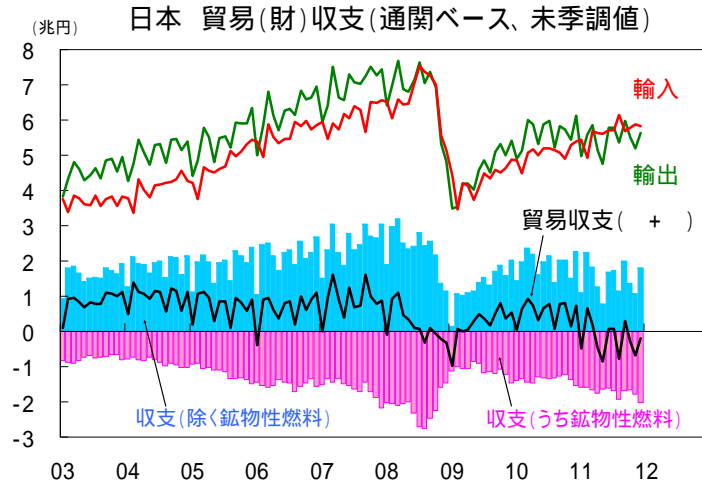


注) 3ヵ月移動平均値。直近値は2011年11月時点。

出所) ECB

● 経常収支

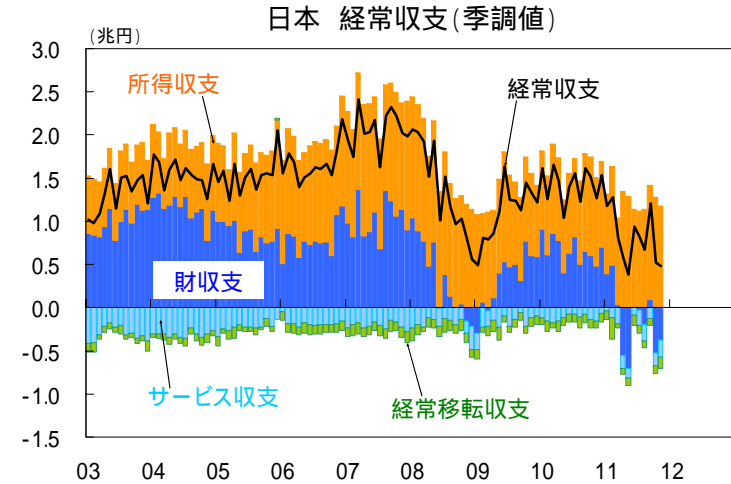
【図15】日本の貿易収支:大震災以降、常態化する貿易赤字



注)直近値は2011年12月時点。

出所) 財務省

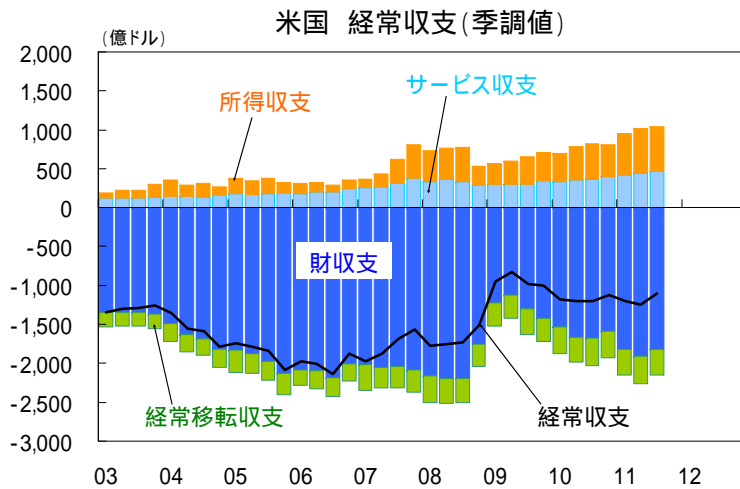
【図16】日本:安定した所得収支黒字が経常収支黒字を支える



注)直近値は2011年11月時点。

出所) 財務省

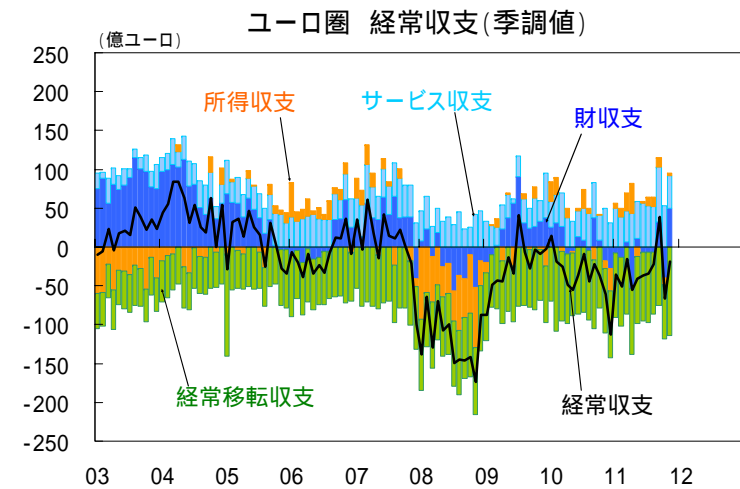
【図17】米国:高水準の経常赤字が継続



注)直近値は2011年7-9月期時点。

出所) 米商務省

【図18】ユーロ圏:2ヵ月ぶりの財収支黒字で経常赤字幅が縮小



注)直近値は2011年11月時点。

出所) ECB

● 米国主要経済指標(景気関連)の推移

【図19】 2011年秋以降、景気持ち直しを示唆する指標相次ぐ、軟調だった住宅市況にも下げ止まりの兆し

		2011年										2012年
		3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
企業活動	ISM製造業景気指数	59.7	59.7	54.2	55.8	51.4	52.5	52.5	51.8	52.2	53.1	54.1
	フィラデルフィア連銀製造業景気指数	39.2	15.1	3.2	4.1	6.2	22.7	12.7	10.8	3.1	6.8	7.3
	ニューヨーク連銀製造業景気指数	16.16	17.90	12.13	5.34	2.96	6.63	7.43	7.22	0.80	8.19	13.48
	鉱工業生産指数(前月比%)	0.7	0.4	0.3	0.1	1.1	0.2	0.2	0.6	0.3	0.4	#N/A
	ISM非製造業景気指数	56.3	54.4	54.5	53.3	53.4	53.8	52.6	52.6	52.6	53.0	#N/A
雇用	非農業部門雇用者数(前月差、万人)	19.4	21.7	5.3	2.0	12.7	10.4	21.0	11.2	10.0	20.0	#N/A
	失業率(%)	8.9	9.0	9.0	9.1	9.1	9.1	9.0	8.9	8.7	8.5	#N/A
個人消費	ミシガン大学消費者信頼感指数	67.5	69.8	74.3	71.5	63.7	55.8	59.5	60.8	63.7	69.9	75.0
	カンファレンスボード消費者信頼感指数	63.8	66.0	61.7	57.6	59.2	45.2	46.4	40.9	55.2	64.8	61.1
	名目小売売上(前月比%)	0.8	0.2	0.0	0.2	0.4	0.3	1.3	0.7	0.4	0.1	#N/A
	国内自動車販売台数(輸入車含む、年率、万台)	1,306	1,314	1,176	1,141	1,220	1,210	1,304	1,320	1,359	1,348	1,413
住宅市場	NAHB住宅市場指数	17	16	16	13	15	15	14	17	19	21	25
	住宅着工件数(年率、万件)	59.3	54.9	55.3	61.5	61.5	58.5	64.6	62.8	68.5	65.7	#N/A
	新築住宅販売件数(年率、万件)	30.5	31.6	30.8	30.3	29.5	29.0	30.2	30.7	31.4	30.7	#N/A
	中古住宅販売件数(年率、万件)	436	427	412	414	400	432	419	425	439	461	#N/A

注) は上記期間内の底値、 は前月比上昇・増加(失業率は低下)、 は前月比低下・減少(失業率は上昇)を表す。

2012年2月2日時点の公表値に基づく。#N/Aは未発表。

出所) EcoWin、Bloombergより当社経済調査部作成

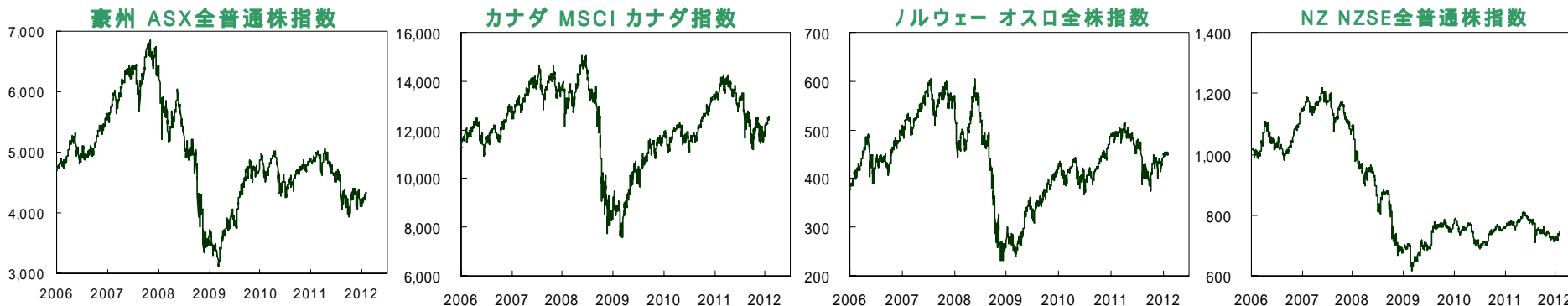
先進国株式：米国景気の底堅さが好感され、2012年1月は上昇基調を継続

主要国

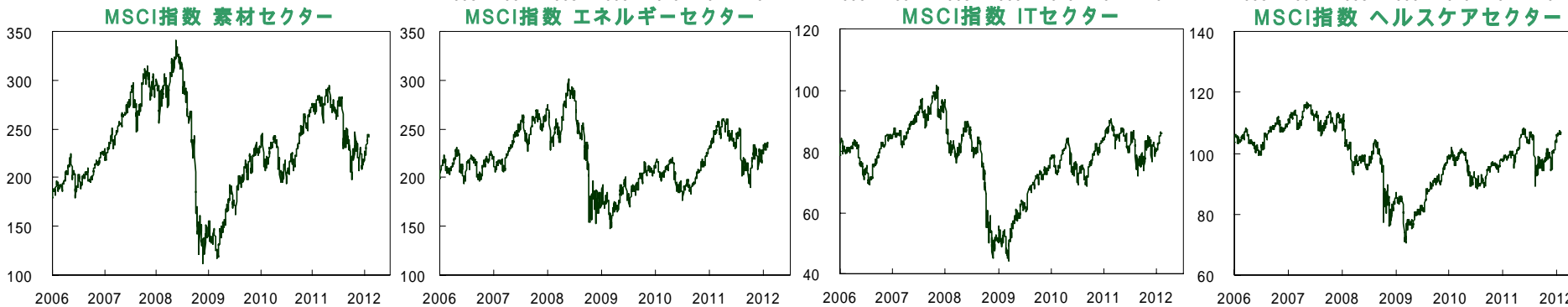
(ポイント)



資源国等

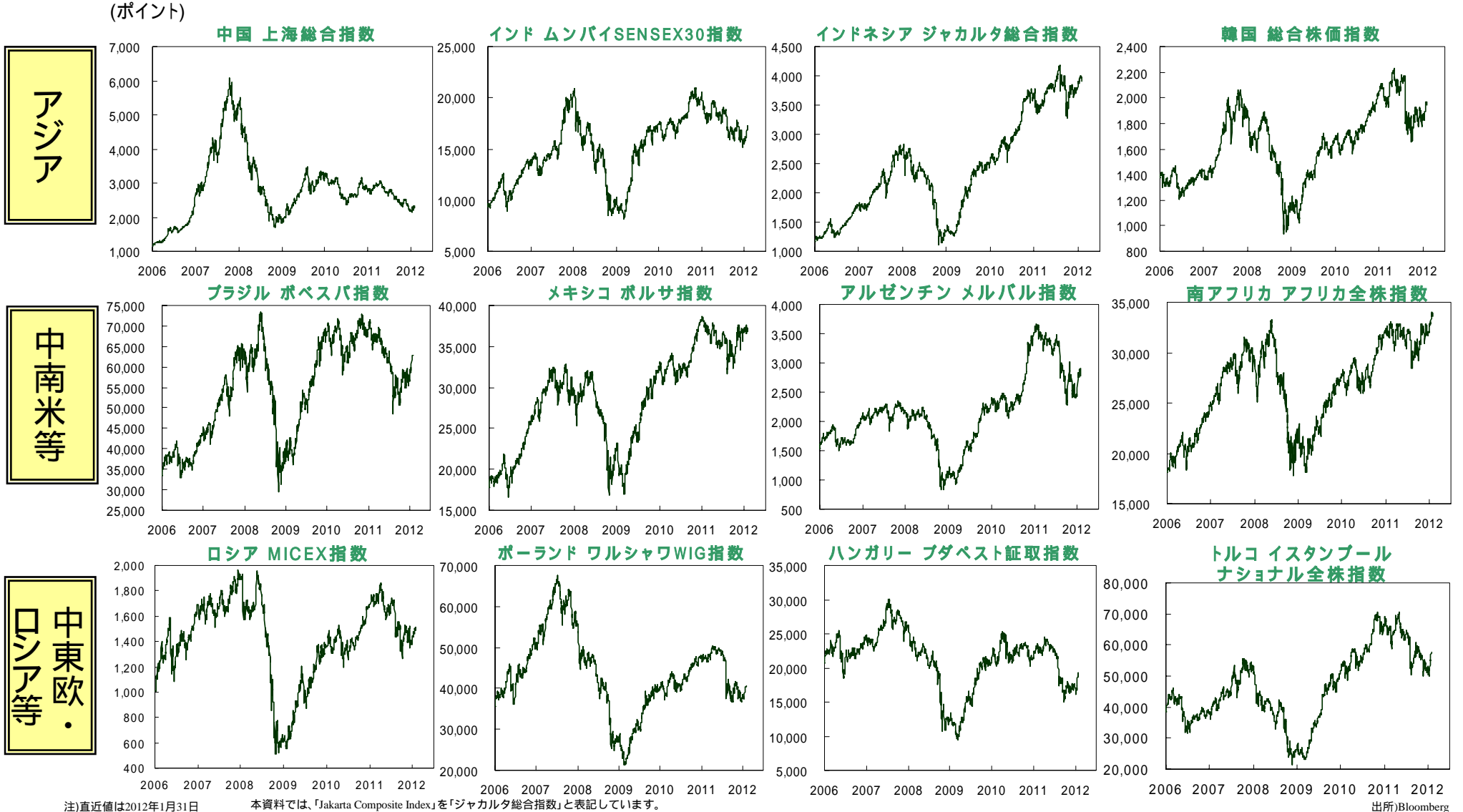


セクター別

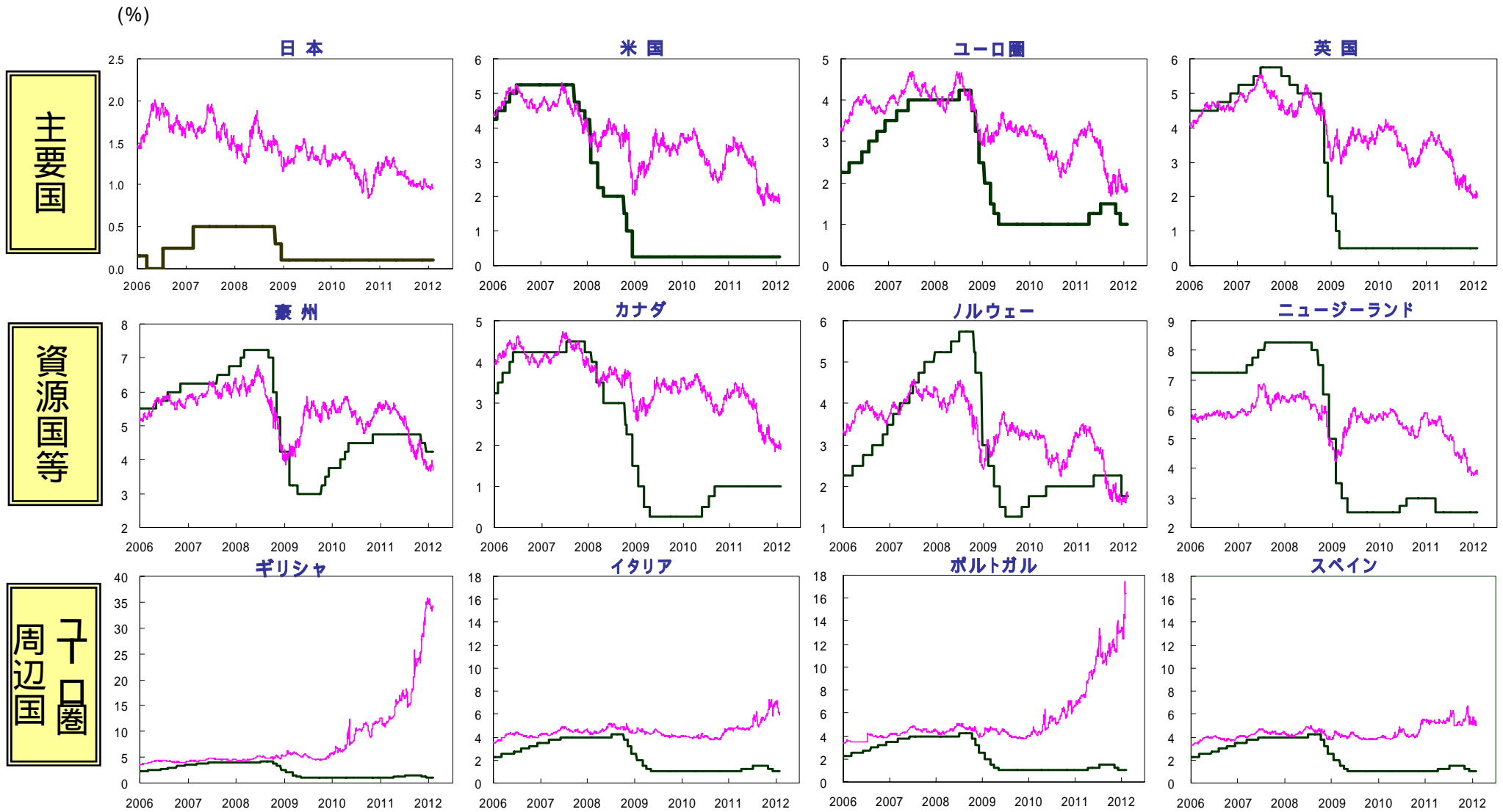


注1)直近値は2012年1月31日、注2) MSCI指数は、MSCIワールド・インデックスを使用。 出所)MSCI、Bloomberg

# 新興国株式：新興国景気への過度な悲観論が後退し、持ち直しの動きも



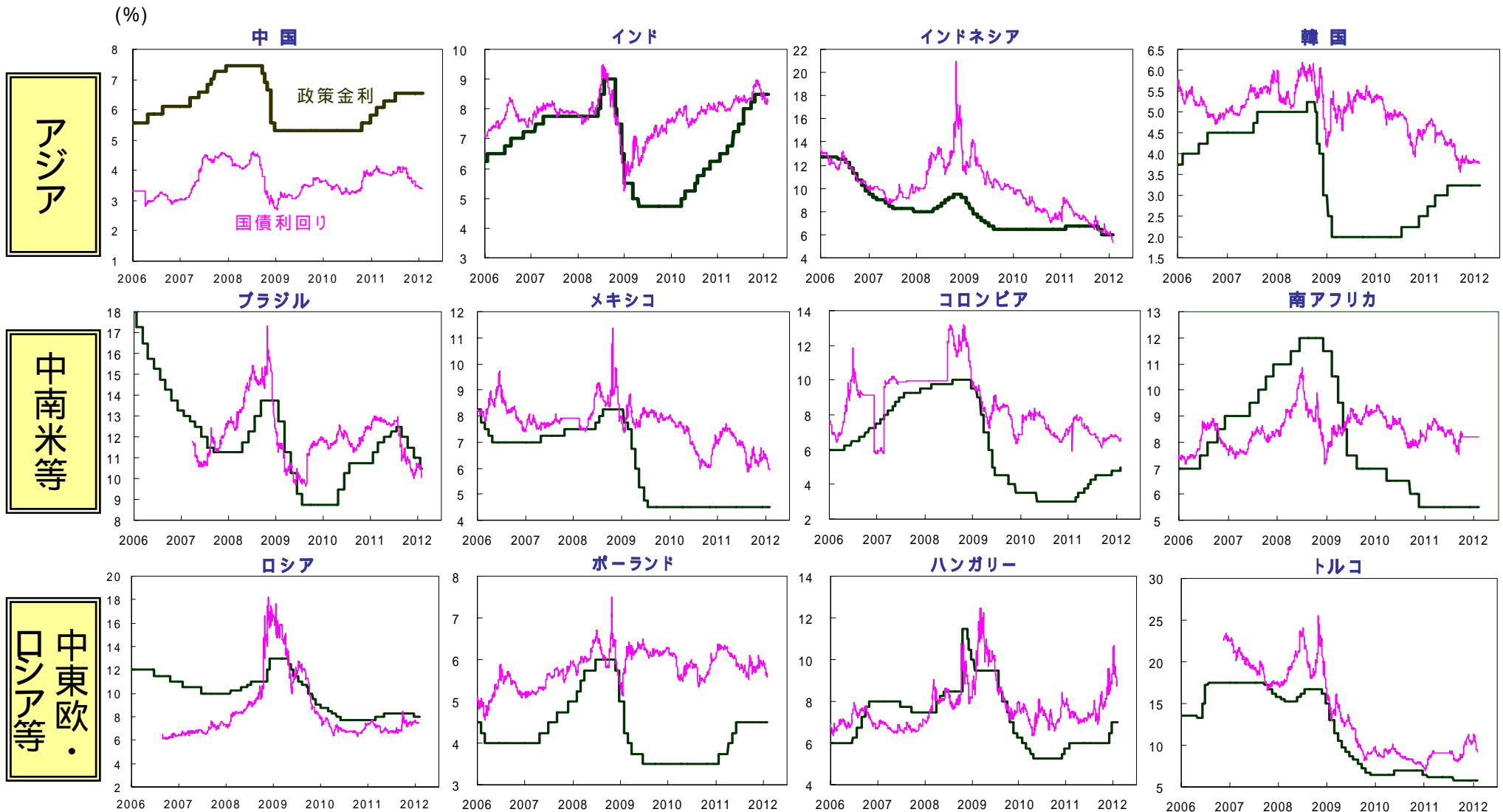
# 先進国金利： 国債入札が無難に消化され、落ち着き取り戻すイタリア・スペインの金利



注1) 政策金利は、日本：無担コールレート（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、英国：レポレート、豪州：キャッシュレート、カナダ：翌日物金利誘導目標、ノルウェー：デポジットレート、ニュージーランド：キャッシュレートを使用。10年物国債は、ユーロ圏：ドイツの10年物国債を使用。  
 注2) 直近値は2012年1月31日

出所)Bloomberg

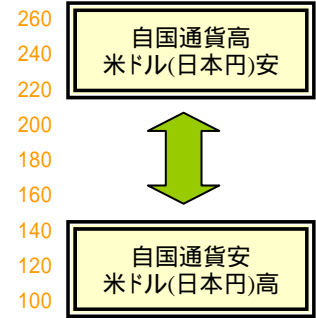
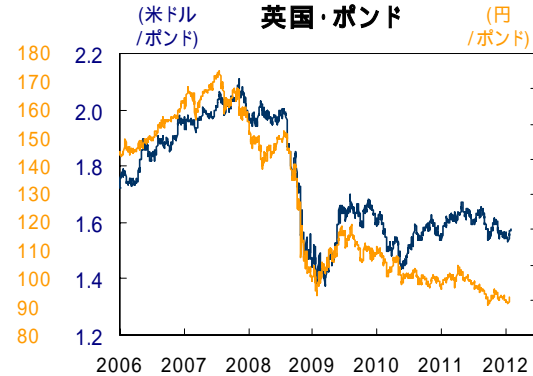
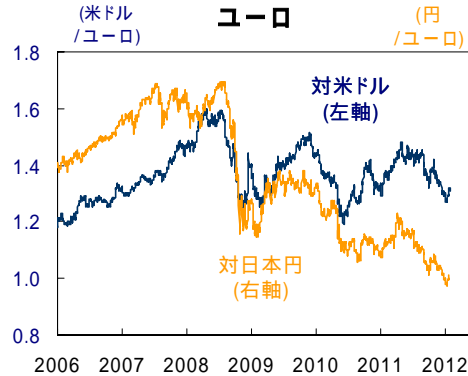
# 新興国金利： 新興国の景気減速と金融緩和への政策転換を反映し低下基調に



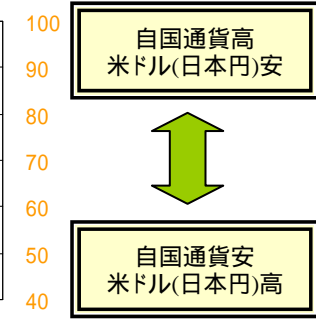
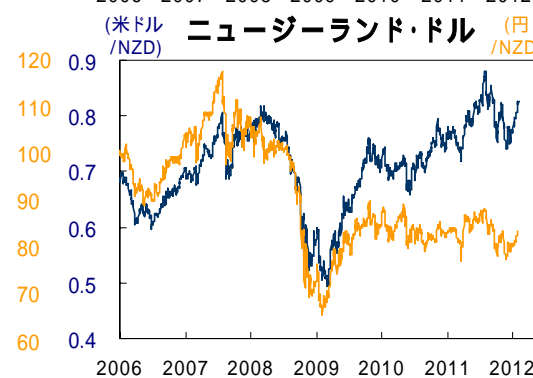
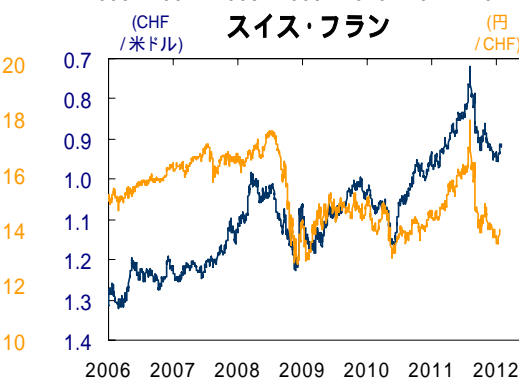
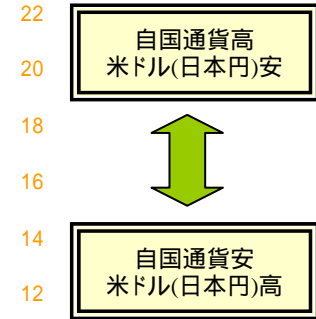
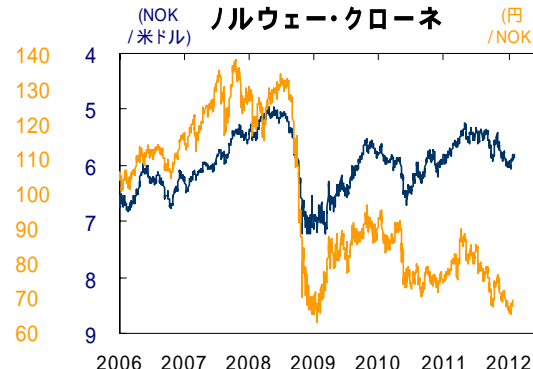
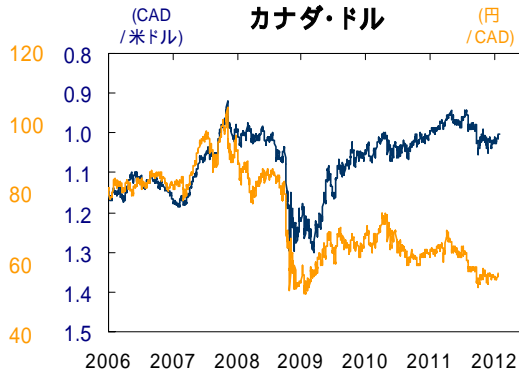
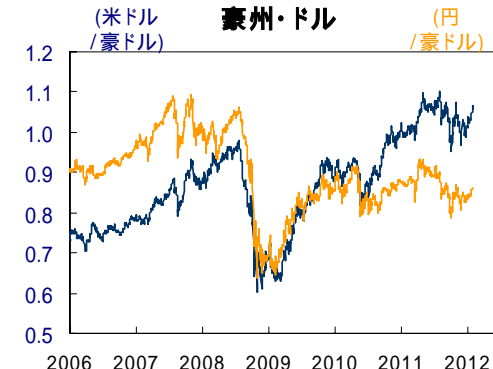
注1) 政策金利は、中国：1年もの最優遇銀行貸付金利、インド：RBIレポ金利、インドネシア：BI金利、韓国：7日物レポ金利、ブラジル：SELIC金利誘導目標、メキシコ：翌日物金利、コロンビア：レポ金利、南アフリカ：レポ金利、ロシア：リファイナンス金利、ポーランド：2週間物レポ金利、ハンガリー：ベース金利、トルコ：2010年5月18日まで翌日物借入金利、以降は1週間レポ金利、を使用。国債利回りは、ブラジル：2年国債利回り、コロンビア：5年国債利回り、ロシア：5年物固定金利と3ヵ月物銀行間預金金利のスワップ、トルコ：2年国債利回りを使用。注2) 直近値は2012年1月31日。注3) 一部データの欠損あり。 出所)Bloomberg

先進国為替：2012年初以降も豪ドルやカナダドルなどの資源国通貨は堅調

主要国



資源国等

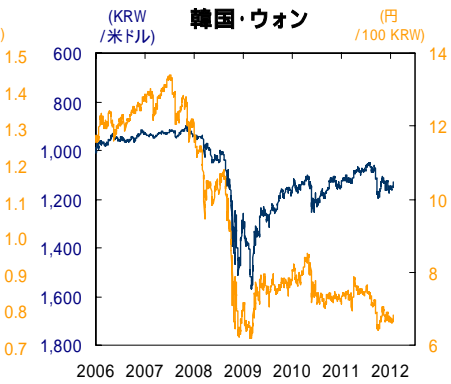
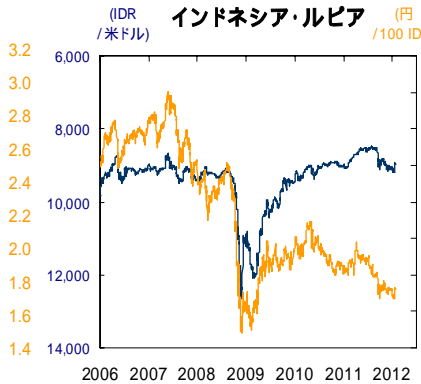
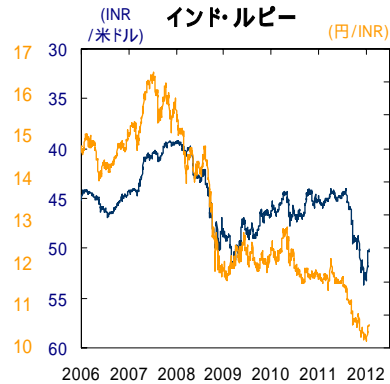


注)直近値は2012年1月31日

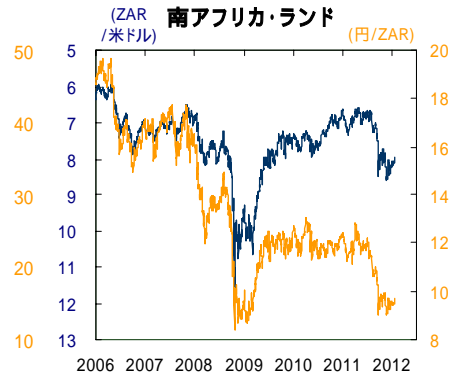
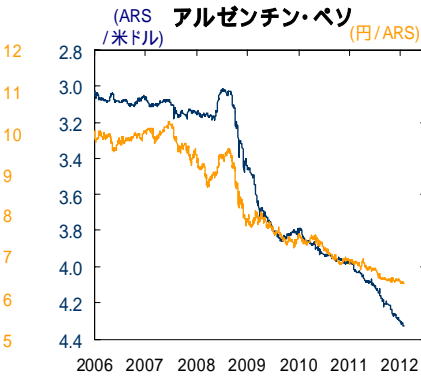
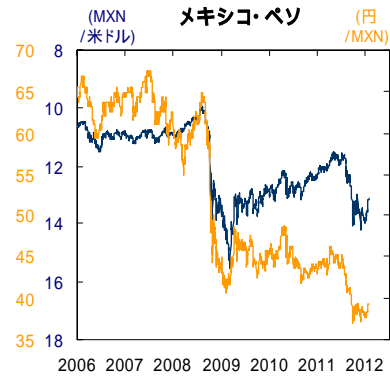
出所)Bloomberg

# 新興国為替：アジア・中南米通貨中心に、対ドルで下げ止まりの兆しも

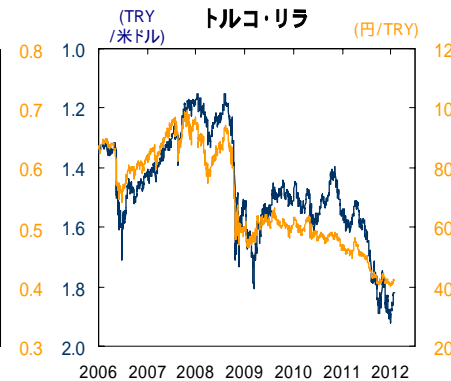
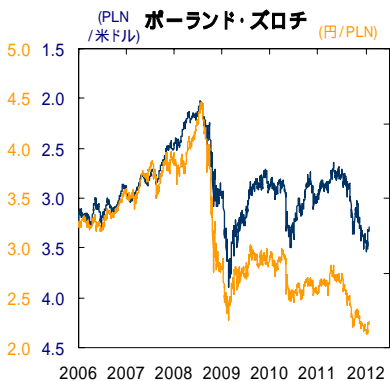
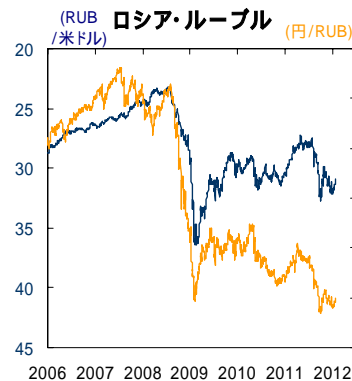
アジア



中南米等



中東欧・ロシア等



自国通貨高  
米ドル(日本円)安



自国通貨安  
米ドル(日本円)高

自国通貨高  
米ドル(日本円)安



自国通貨安  
米ドル(日本円)高

自国通貨高  
米ドル(日本円)安

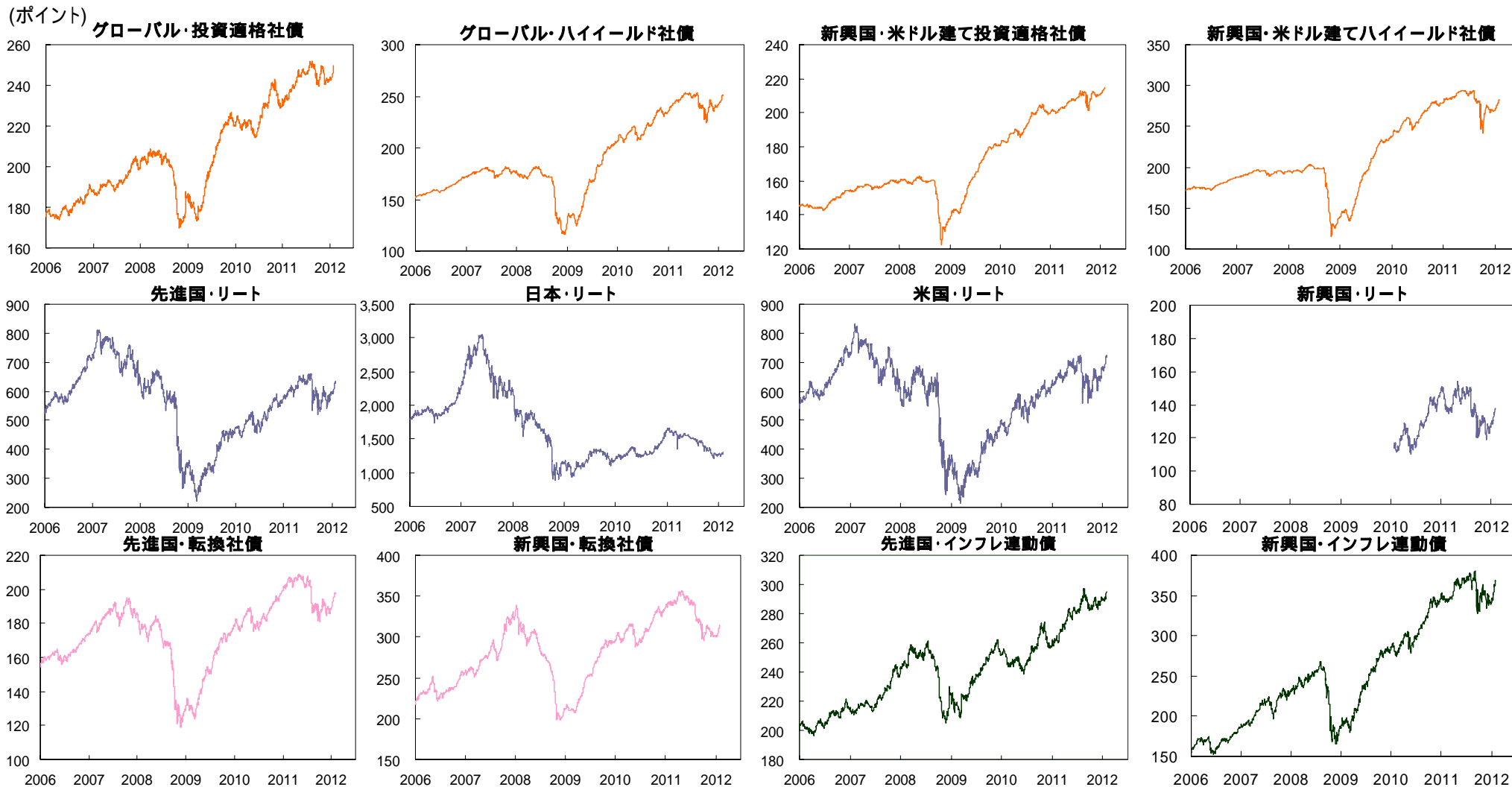


自国通貨安  
米ドル(日本円)高

注)直近値は2012年1月31日

出所)Bloomberg

# 社債・リートなど：欧州危機対策の拡充で金融市場の緊張が幾分緩和、社債やリートも反発へ

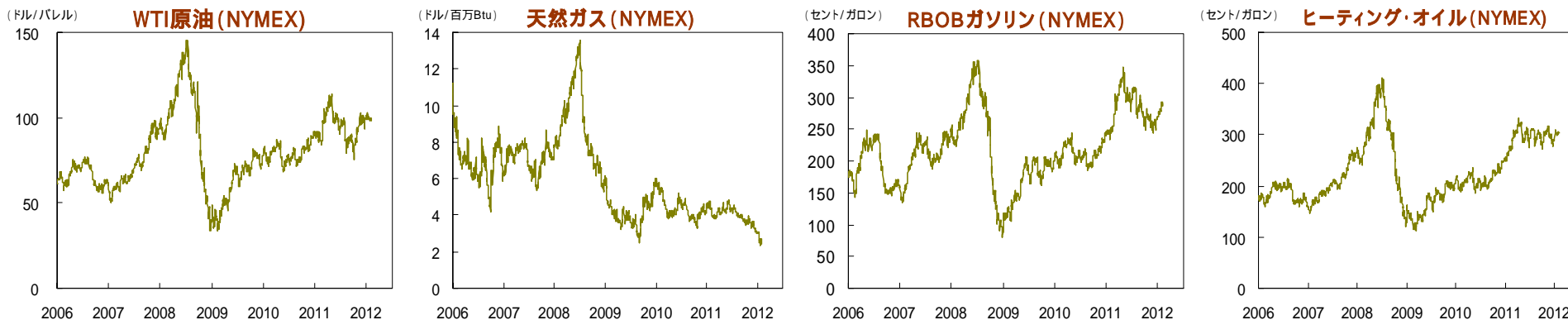


注1) グローバル・投資適格社債はバンクオブアメリカ・メリルリンチGlobal Corporate Index、グローバル・ハイイールド社債はバンクオブアメリカ・メリルリンチGlobal High Yield Index、新興国・米ドル建ての投資適格およびハイイールド社債はそれぞれJPMorgan CEMBIの High Grade、High Yield、先進国・リートはS&P先進国REIT指数、日本・リートは東証REIT指数、米国・リートはS&P米国REIT指数、新興国・リートはS&P新興国REIT指数、先進国・転換社債はバンクオブアメリカ・メリルリンチGlobal Convertibles Developed Markets、新興国・転換社債はバンクオブアメリカ・メリルリンチGlobal Convertibles Emerging Markets、先進国・インフレ連動債はパークレイズ・キャピタル世界物価連動国債インデックス、新興国・インフレ連動債はパークレイズ・キャピタル新興市場物価連動国債インデックス、を使用。  
 注2) 直近値は2012年1月31日

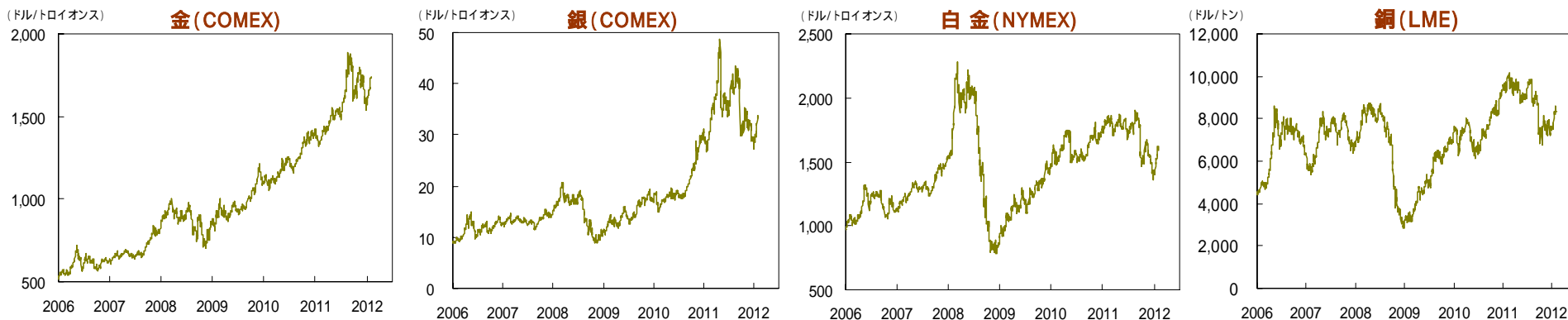
出所) J.P. Morgan Securities LLC、バンクオブアメリカ・メリルリンチ、Bloomberg、S&P、パークレイズ・キャピタル

商品： 米国など主要国景気の回復基調継続を背景に、商品価格も底堅さを増す

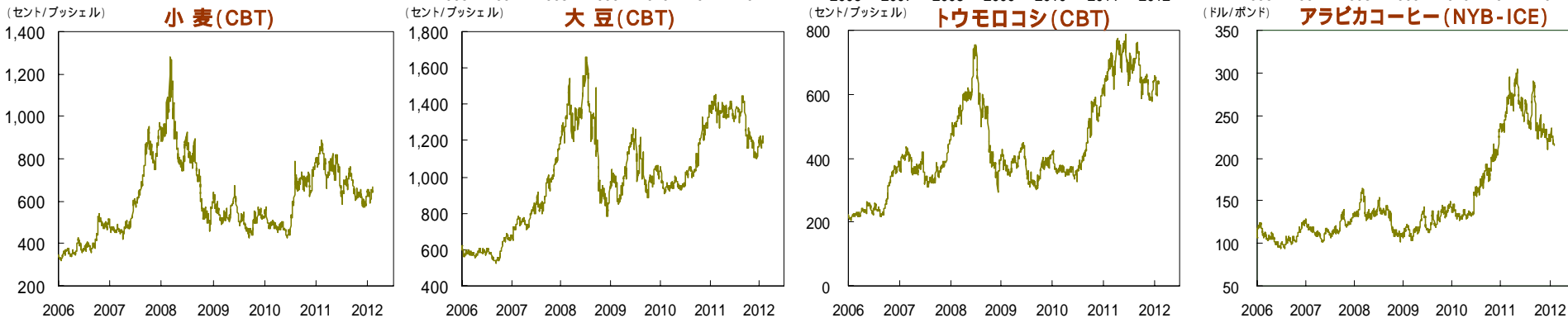
エネルギー



金属



農作物



注1) 全て先物価格。商品名の( )内は上場市場。NYMEX、COMEX、CBT、ICEへの上場先物は期近物ベース、銅(LME)は3ヵ月物ベース。注2) 直近値は2012年1月31日。

出所) Bloomberg

# 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: 2012年1月30日

	現地通貨ベースの収益率				米ドルベースの収益率				円建てベースの収益率									
	1ヵ月	3ヵ月	1年	5年	1ヵ月	3ヵ月	1年	5年	1ヵ月	3ヵ月	1年	5年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
<b>株式</b>																		
<b>地域別</b>																		
日本	3.8	-2.3	-17.3	-53.3					3.8	-2.3	-17.3	-53.3	7.3	-10.1	-42.5	9.3	0.7	-15.5
海外先進国	4.3	1.5	-0.9	-4.5	4.9	-0.4	-1.2	-2.6	4.2	0.3	-8.2	-39.8	23.7	5.1	-60.4	36.7	-0.8	-5.2
新興国	6.4	1.3	-5.4	26.0	9.9	-0.1	-8.2	27.2	9.2	0.6	-15.2	-10.1	33.7	33.6	-72.1	81.7	6.4	-16.0
<b>セクター別</b>																		
素材(景気敏感)	10.0	0.7	-8.5	5.3	11.2	-1.8	-7.9	17.0	10.4	-1.1	-14.9	-20.3	30.4	27.6	-68.7	64.8	8.8	-16.5
エネルギー	1.8	-0.4	-0.6	23.2	2.4	-2.0	-1.0	22.7	1.6	-1.3	-8.0	-14.5	19.5	24.3	-56.6	29.7	-0.3	-2.8
IT	6.7	1.3	0.6	6.4	6.9	0.7	1.2	14.3	6.1	1.4	-5.8	-22.9	10.6	9.2	-62.6	55.5	-2.0	-1.3
ヘルスケア	1.7	4.9	11.8	7.4	2.2	2.8	12.0	12.4	1.4	3.5	5.0	-24.9	12.0	-1.7	-39.9	22.3	-9.8	6.7
<b>債券</b>																		
<b>国債</b>																		
日本	0.0	0.2	2.6	12.2					0.0	0.2	2.6	12.2	0.3	2.7	3.7	0.9	2.4	2.0
海外先進国	0.7	3.2	9.1	33.3	0.3	-0.9	6.1	31.4	-0.4	-0.2	-0.9	-5.9	9.9	5.0	-15.0	6.9	-11.9	0.6
新興国																		
現地通貨建て債	1.5	3.2	10.5	43.7	5.4	1.6	6.8	51.7	4.7	2.3	-0.2	14.5	12.0	8.6	-18.4	13.0	-1.0	-0.5
米ドル建て債					1.4	1.6	8.4	46.5	0.6	2.3	1.4	9.2	11.6	0.3	-28.6	28.6	-1.0	1.6
海外先進国					0.7	2.9	8.0	20.2	-2.7	0.1	7.2					0.1	3.4	7.5
新興国																		
現地通貨建て債									1.3	2.1	6.4	14.5	2.2	-0.7	5.8	-0.8	4.0	5.6
米ドル建て債					1.5	-0.8	6.6	34.5	4.7	1.3	-13.3		4.7	1.3	-13.3	28.5	11.7	5.9
<b>社債</b>																		
グローバル																		
投資適格					1.4	-0.3	4.9	32.3	0.6	0.4	-2.1	-5.0	8.3	1.2	-27.2	21.8	-6.8	-0.5
ハイイールド					3.2	3.0	3.1	43.6	2.4	3.7	-3.9	6.4	14.6	-3.1	-46.8	64.6	1.1	-0.3
新興国																		
米ドル建て債					2.5	2.0	5.0	41.2	1.8	2.7	-2.1	3.9	7.6	-2.2	-35.7	40.1	-0.3	-0.4
投資適格					1.7	1.8	7.0	40.0	0.9	2.5	-0.1	2.8	7.0	-2.2	-32.3	33.1	-2.0	1.5
ハイイールド					4.8	2.6	0.1	50.2	4.0	3.3	-6.9	12.9	10.4	-2.1	-47.6	73.1	5.3	-4.8
<b>転換社債</b>																		
先進国	4.5	1.6	-2.1	11.3	-2.4	-3.9	-7.1	13.4	-3.1	-3.2	-14.1	-23.8	17.1	3.3	-46.5	39.7	-0.5	-11.8
新興国	6.1	2.3	-8.3	11.1	-3.0	-8.9	-14.8	6.5	-3.7	-8.2	-21.8	-30.7	18.2	9.1	-49.2	34.2	0.5	-18.4
<b>物価連動債</b>																		
先進国					1.7	2.2	12.5	39.5	1.0	2.9	5.4	2.3	8.2	5.7	-26.2	15.8	-8.9	6.7
新興国					7.7	1.3	7.6	94.8	7.0	2.0	0.5	57.5	21.8	16.5	-37.2	54.3	10.4	-1.3
<b>その他</b>																		
<b>REIT</b>																		
先進国					5.9	2.3	6.7	-18.6	5.2	3.0	-0.3	-55.8	40.2	-17.4	-64.1	36.2	10.5	2.0
新興国					6.3	3.8	5.2		5.5	4.5	-1.9							-8.0
<b>商品</b>																		
DJ-UBS					3.1	-3.9	-10.0	-6.5	2.4	-3.2	-17.0	-43.8	3.2	10.1	-54.5	21.5	4.0	-16.5

注)  
株式は、日本、海外先進国、セクターがMSCIワールド・インデックスにおける当該地域・セクターの各指数、新興国がMSCIエマージング・インデックス、債券は、国債（日本、海外先進国、海外先進国ヘッジ有り）、社債（グローバル）、転換社債がバンクオブアメリカ・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》、新興国《現地通貨建て》ヘッジ有り）はJP Morgan GBI - EM Broad、国債（新興国《米ドル建て》、新興国《米ドル建て》ヘッジ有り）はJP Morgan EMBI Global Diversified、社債（新興国《ドル建て債、投資適格》）はJPMorgan CEMBI High Grade、社債（新興国《ドル建て債、ハイイールド》）はJPMorgan CEMBI High Yield、物価連動債（先進国）がパークレイズ・キャピタル世界物価連動債インデックス、物価連動債（新興国）がパークレイズ・キャピタル新興市場物価連動債インデックス、REIT（先進国）は、S&P先進国REIT指数、REIT（新興国）は、S&P新興国REIT指数、商品は、DJ-UBS 商品指数による。

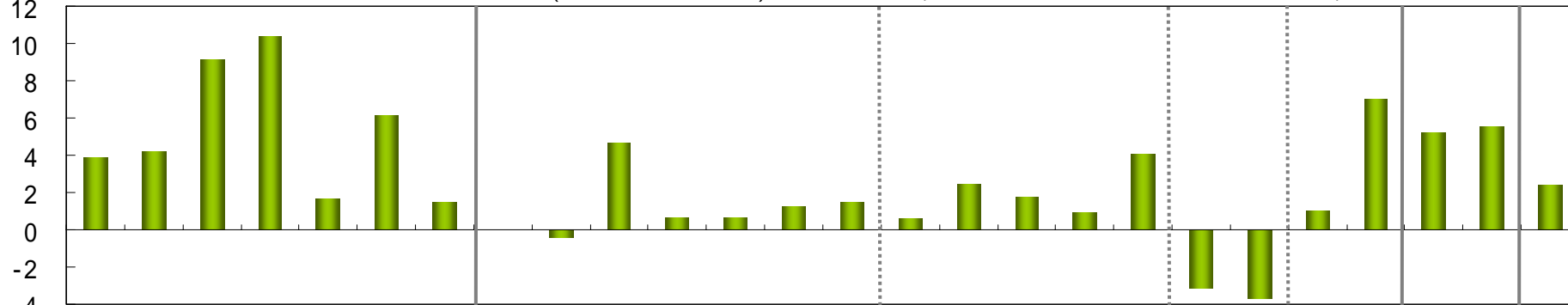
2011年は2010年末から基準日までの数字。

上記見直し・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。

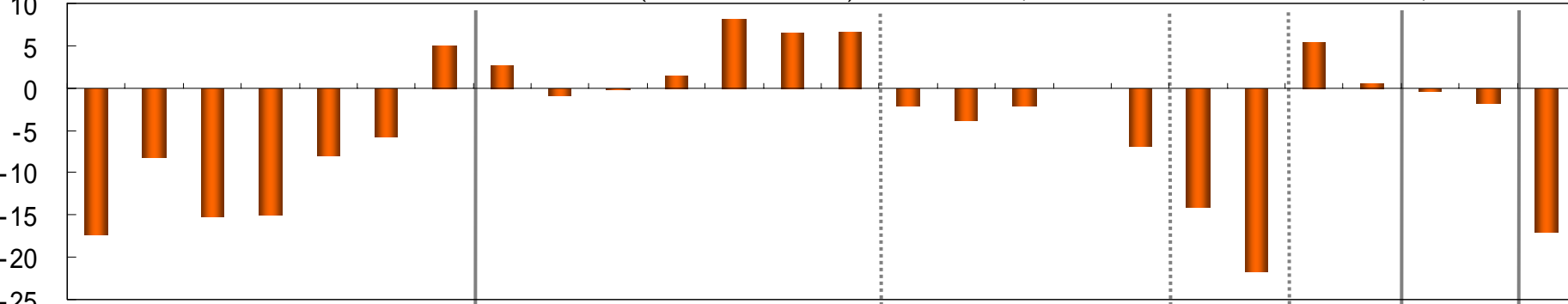
出所) J.P. Morgan Securities LLC、Bloomberg、S&P、MSCI、パークレイズ・キャピタルより当社経済調査部作成

# 金融・商品市場のパフォーマンス

各資産の投資収益率(円建てベース) : 直近1ヵ月(2011年12月30日 ~ 12年1月30日) 基準日: 2012年1月30日



各資産の投資収益率(円建てベース) : 直近1年間(2011年1月30日 ~ 12年1月30日)



注) 株式は、日本、海外先進国、セクターがMSCIワールド・インデックスにおける当該地域・セクターの各指数、新興国がMSCI エマージング・インデックス、  
債券は、国債(日本、海外先進国、海外先進国ヘッジ有り)、社債(グローバル)、転換社債がバンクオブアメリカ・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》、新興国《現地通貨建て》ヘッジ有り)はJP Morgan GBI - EM Broad、国債(新興国《米ドル建て》、新興国《米ドル建て》ヘッジ有り)はJP Morgan EMBI Global Diversified、社債(新興国《ドル建て債、投資適格》)はJPMorgan CEMBI High Grade、社債(新興国《ドル建て債、ハイイールド》)はJPMorgan CEMBI High Yield、物価連動債(先進国)がパークレイズ・キャピタル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・キャピタル新興市場物価連動国債インデックス、  
REIT(先進国)はS&P先進国REIT指数、REIT(新興国)はS&P新興国REIT指数、  
商品は、DJ-UBS商品指数、  
による。

上記見直し・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 Securities LLC、Bloomberg、S&P、MSCI、パークレイズ・キャピタルより当社経済調査部作成

株式

国債

社債

転換社債

物価連動国債

REIT

商品

## 2012年2月の主要な政治・経済日程

月	火	水	木	金	発表日未定経済指標など
<b>1/30</b>  (米) 12月 個人所得・消費	<b>31</b> (日) 2年利付国債入札 (日) 12月 鉱工業生産 (日) 12月 家計調査 (日) 12月 労働関連統計 (米) 11月 S&P/ケース・シラー 住宅価格指数 (米) 1月 シカゴ購買部協会景気指数 (米) 1月 消費者信頼感指数 (カンファレンス・ボード)	<b>2/1</b> (日) 12月 毎月勤労統計 (日) 1月 新車登録台数  (米) 12月 建設支出 (米) 1月 ADP雇用統計 (米) 1月 ISM(米供給管理協会) 製造業景気指数 (米) 1月 新車販売台数 (欧) 1月 ユーロ圏 消費者物価	<b>2</b> (日) 10年利付国債入札	<b>3</b>  (米) 12月 製造業受注 (米) 1月 ISM(米供給管理協会) 非製造業景気指数 (米) 1月 雇用統計	
<b>6</b>	<b>7</b> (日) 12月 景気動向指数  (米) 12月 消費者信用残高  (独) 12月 鉱工業生産	<b>8</b> (日) 12月 国際収支統計 (日) 1月 貸出・資金吸収動向 (日) 1月 景気ウォッチャー	<b>9</b> (日) 40年利付国債入札 (日) 12月 機械受注統計 (日) 1月 消費者態度指数 (日) 1月 マネーストック  (米) 12月 卸売売上高  (欧) 欧州中央銀行理事会 (英) 12月 鉱工業生産	<b>10</b> (日) 1月 企業物価指数  (米) 12月 貿易収支 (米) 1月 月次財政収支 (米) 2月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(速報)  (仏) 12月 鉱工業生産 (伊) 12月 鉱工業生産	
<b>13</b> (日) 日銀金融政策決定会合(～14日) (日) 10-12月期 実質GDP(1次速報) (日) 12月 第3次産業活動指数	<b>14</b> (日) 白川日銀総裁定例記者会見 (日) 12月 製造工業 稼働率指数  (米) 12月 企業売上高・在庫 (米) 1月 輸出入物価指数 (米) 1月 小売売上高  (欧) 12月 ユーロ圏 鉱工業生産	<b>15</b> (日) 日銀金融経済月報 (米) 12月 国際資本統計 (米) 1月 鉱工業生産 (米) 2月 ニューヨーク連銀景気指数 (米) 2月 全米住宅建築業協会 (NAHB)住宅市場指数 (欧) 10-12月期 ユーロ圏 実質GDP (1次速報) (独) 10-12月期 実質GDP(1次速報)	<b>16</b> (日) 5年利付国債入札  (米) 1月 生産者物価 (米) 1月 住宅着工・許可件数 (米) 2月 フィデリティ連銀景気指数  (仏) 10-12月期 実質GDP(1次速報) (伊) 10-12月期 実質GDP(1次速報)	<b>17</b> (日) 日銀金融政策決定会合議事要旨 (1/23～24分)  (米) 1月 消費者物価 (米) 1月 景気先行指数	
<b>20</b> (日) 1月 貿易統計  (米) ワシントン誕生日(祝日)	<b>21</b>	<b>22</b>  (米) 1月 中古住宅販売件数	<b>23</b> (日) 20年利付国債入札	<b>24</b> (日) 1月 企業向けサービス価格指数  (米) 1月 新築住宅販売件数 (米) 2月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(確報)  (独) 10-12月期 実質GDP(2次速報) (英) 10-12月期 実質GDP(2次速報)	
<b>27</b>  (米) 1月 中古住宅仮契約指数	<b>28</b> (日) 2年利付国債入札 (日) 1月 商業販売統計  (米) 12月 S&P/ケース・シラー 住宅価格指数 (米) 1月 耐久財新規受注 (米) 2月 消費者信頼感指数 (カンファレンス・ボード)	<b>1/29</b> (日) 1月 鉱工業生産  (米) 10-12月期 実質GDP(2次速報) (米) 2月 シカゴ購買部協会景気指数 (米) ベージュブック (地区連銀経済報告)	<b>3/1</b> (日) 10年利付国債入札 (日) 10-12月期 法人企業統計調査 (日) 2月 新車登録台数 (米) 1月 個人所得・消費 (米) 1月 建設支出 (米) 1月 新車販売台数 (米) 2月 ISM(米供給管理協会) 製造業景気指数 (欧) 2月 ユーロ圏 消費者物価	<b>2</b> (日) 1月 家計調査 (日) 1月 労働関連統計 (日) 1月 消費者物価指数(全国) 2月 消費者物価指数(東京都)	

出所) Bloomberg等

## 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を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2012年2月2日）

本資料は信頼できると判断した情報等をもとに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。

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国際投信投資顧問経済調査部の見解です。

また、国際投信投資顧問が設定・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

東証株価指数（TOPIX®）は株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます）の知的財産であり、当該指数の算出、数値の公表、利用など東証株価指数（TOPIX®）に関する権利は東証が所有しています。東証REIT指数は株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます）の知的財産であり、当該指数の算出、数値の公表、利用など東証REIT指数に関する権利は東証が所有しています。MSCIワールド・インデックス、MSCIエマージング・インデックス（出所：MSCI）：ここに掲載される全ての情報は、信頼の置ける情報源から得たものでありますが、その確実性及び完結性をMSCIは何ら保証するものではありません。またその著作権はMSCIに帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他あらゆる形態を用い、またはあらゆる情報保存、検索システムを用いて出版物、資料、データ等の全部または一部を複製・頒布・使用等することは禁じられています。バンクオブアメリカ・メリルリンチの各債券インデックスは、出所：バンクオブアメリカ・メリルリンチ、同社の許諾を受けて利用しています。JPモルガンは、JPMorgan GBI-EM Broad(以下“GBI-EM Broad”)及びそのサブインデックスが参照される可能性のある、又は販売奨励の目的で“GBI-EM Broad”及びそのサブインデックスが使用される可能性のあるいかなる商品についても、出資、保証、又は奨励するものではありません。JPモルガンは、証券投資全般若しくは本商品そのものへの投資の適否、又は“GBI-EM Broad”及びそのサブインデックスが債券市場一般のパフォーマンスに連動する能力に関して、何ら明示又は黙示に、表明又は保証するものではありません。JPMorgan EMBI Global Diversified (以下“EMBI GD”)及びそのサブインデックスが参照される可能性のある、又は販売奨励の目的で“EMBI GD”及びそのサブインデックスが使用される可能性のあるいかなる商品についても、出資、保証、又は奨励するものではありません。JPモルガンは、証券投資全般若しくは本商品そのものへの投資の適否、又は“EMBI GD”及びそのサブインデックスが債券市場一般のパフォーマンスに連動する能力に関して、何ら明示又は黙示に、表明又は保証するものではありません。JPモルガンは、JPMorgan CEMBI及びそのサブインデックスが参照される可能性のある、又は販売奨励の目的でJPMorgan CEMBI及びそのサブインデックスが使用される可能性のあるいかなる商品についても、出資、保証、又は奨励するものではありません。JPモルガンは、証券投資全般若しくは本商品そのものへの投資の適否、又はJPMorgan CEMBI及びそのサブインデックスが債券市場一般のパフォーマンスに連動する能力に関して、何ら明示又は黙示に、表明又は保証するものではありません。パークレイズ・キャピタル世界物価連動国債インデックスは、パークレイズ・バンク・ピーエルシーの投資銀行部門であるパークレイズ・キャピタルが開発、算出、公表をおこなうインデックスであり、世界の物価連動国債市場のパフォーマンスをあらわします。当該インデックスに関する知的財産権およびその他の一切の権利はパークレイズ・キャピタルに帰属します。パークレイズ・キャピタル新興市場物価連動国債インデックスは、パークレイズ・バンク・ピーエルシーの投資銀行部門であるパークレイズ・キャピタルが開発、算出、公表をおこなうインデックスであり、新興国の物価連動国債市場のパフォーマンスをあらわします。当該インデックスに関する知的財産権およびその他の一切の権利はパークレイズ・キャピタルに帰属します。「Dow Jones」、「DJ」、「UBS」、「Dow Jones-UBS Commodity IndexSM」および「DJ-UBS商品指数SM」は、Dow Jones & Company, Inc.（以下「ダウジョーンズ」といいます。）、およびUBS AG（場合によります。）の登録商標またはサービスマークであり、国際投信投資顧問による一定の目的のために使用が許諾されています。本件商品は、ダウジョーンズ、UBS AG、またはこれら各々の子会社もしくは関係会社により支援、是認、販売または宣伝されていません。ダウジョーンズ、UBS AGまたはこれらの関係会社のいずれも、受益者または公衆に対し、証券もしくは商品全般または特に本件商品への投資の適否について明示的にも暗示的にも、いかなる表明または保証も行っておりません。S&PグローバルREIT指数及びそのサブインデックスの所有権及びその他一切の権利は、スタンダード&プアーズ フィナンシャル サービスズ エル エル シーが有しています。国際投信投資顧問株式会社は、スタンダード&プアーズ フィナンシャル サービスズ エル エル シーとの間で同指数の算出・管理に関する契約を締結しています。スタンダード&プアーズ フィナンシャル サービスズ エル エル シーは、同指数の算出にかかる誤謬等に関し、いかなる者に対しても責任を負うものではありません。S&P新興国REIT指数の所有権及びその他一切の権利は、スタンダード&プアーズ フィナンシャル サービスズ エル エル シーが有しています。国際投信投資顧問株式会社は、スタンダード&プアーズ フィナンシャル サービスズ エル エル シーとの間で同指数の算出・管理に関する契約を締結しています。スタンダード&プアーズ フィナンシャル サービスズ エル エル シーは、同指数の算出にかかる誤謬等に関し、いかなる者に対しても責任を負うものではありません。