



グローバル経済見通し

フランクリン・templton債券グループ®



Christopher
Molumphy



Michael
Materasso



Roger
Bayston



John
Beck



David
Zahn

本レポートの内容:

- 健全な米国の消費と企業収益は、安定した経済成長につながるも、成長のペースは緩やか
- アジア諸国の経済成長は世界経済の改善を示唆
- ユーロ圏の経済データは堅調なるも、ECB(欧州中央銀行)は政策金利据え置きを維持



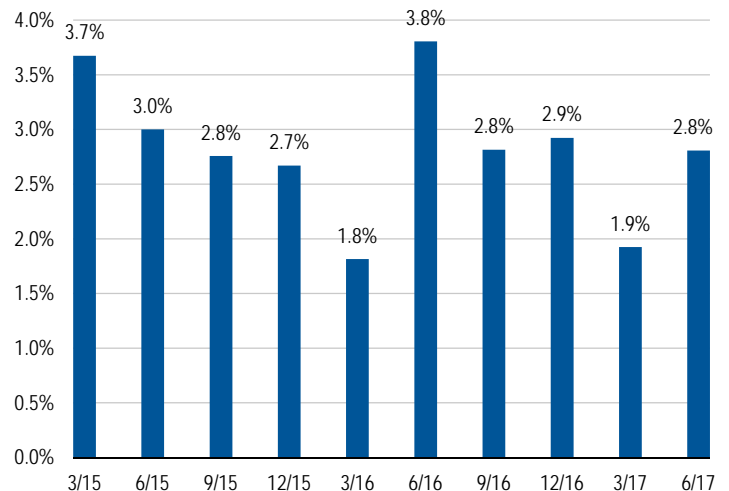
健全な米国の消費と企業収益は、安定した経済成長につながるも、成長のペースは緩やか

個人消費は引き続き旺盛で企業は投資を拡大しており、米経済は健全と考えています。株式市場や住宅価格の上昇同様、労働市場の強さが、個人消費を一段と後押ししています。ただ、包括的な税制改革など成長加速を促す支援材料が不在のなか、経済成長は現在の緩やかなペースにとどまる可能性が高いと考えます。軟調なインフレ率や賃金データを見ると企業収益や労働賃金に影響する企業の価格決定力の欠如は明らかであり、米国以外の多くの国でも同様のトレンドがみられ、当面は持続する可能性があります。結果、過去の景気拡大局面の後期においてみられた物価上昇圧力がみられない限り、米連邦準備理事会(FRB)が金融政策正常化を行うにあたっての最終的な目標金利水準は、相対的に低い水準にとどまる可能性があるとみています。

2017年第2四半期の米国内総生産(GDP)成長率は年率+2.6%と、コンセンサス予想とほぼ一致する結果となりました。個人消費支出は耐久財支出にけん引され+2.8%となり(前回のデータが自動車販売の落ち込みを示していたにもかかわらず)、小幅増にとどまったサービス支出を補う形となりました。企業による投資が引き続き高水準となる一方で、在庫と貿易の影響は限定的となりました。

米個人消費が第2四半期の回復を下支え

図1: 米実質個人消費支出、前期比、年率
2015年3月31日～2017年6月30日



出所: ファクトセット、米商務省経済分析局

第2四半期全体の成長は、第1四半期の+1.2%という低水準から加速に転じましたが、2017年前半の平均成長率は、ここ数年の2%付近という緩やかなトレンドからの脱却はみられませんでした。

“ 米国の経済成長は、加速を促す支援材料が不在のなか、現在の緩やかなペースにとどまる可能性が高いと考えます。 ”

第2四半期の企業収益も、個別の要因が収益を後押しした金融やエネルギーなどの例外的なパフォーマンスを考慮しても、概ね上昇しました。決算発表の好結果を受けて、米国株は勢いを維持し、株式市場は過去最高値を更新しました。加えて、米社債のリスクプレミアムは幅広く低下し、なかには世界金融危機以後の最低水準を下回るケースもみられました。

7月の非農業部門雇用者数は前月比+20万9,000人とコンセンサス予想を大きく上回る結果となり、労働市場の強さを表しました。すでに高水準にあった6月分の上方修正と最新のデータによって、2017年これまでの月平均は+18万5,000人と2016年の力強いペースと近い水準となりました。7月は多数のサービスセクターで雇用が拡大し、なかでもレストラン・バーで+5万3,000人と顕著な増加がみられました。失業率は4.3%とやや低下し、5月に記録した16年ぶりの低水準に並びました。さらに、労働参加率が0.1%上昇し62.9%と、ここ最近のレンジの上限に近づき、好調な労働需要が労働市場参入者の増加を促しているという証左となりました。

ただ、労働市場のひっ迫にもかかわらず、7月の雇用統計でも、これに伴う賃金上昇圧力はほとんどみられませんでした。平均時給は前月比+0.3%、前年同月比ベースでも4か月連続で+2.5%にとどまりました。インフレデータも幅広く同様の結果を示しました。7月のコア消費者物価指数(CPI)は4か月連続で前月比+0.1%でコンセンサス予想を下回り、前年同月比の上昇幅は+1.7%と前月と同水準になりました。FRBが選好するインフレ指標であるコア個人消費支出(PCE)物価指数も軟調で、前年同月比+1.5%と前月と同じ結果になりました。

FRBは7月の連邦公開市場委員会(FOMC)後の声明を以前と比べやや修正しインフレ軟化を認めましたが、米経済の見通しに対する自信を強調しました。また、次回9月のFOMCでバランスシート縮小計画を開始する可能性も強調しました。

とはいえ、ここ最近の鈍いインフレ上昇ペースと複数のFRB関係者によるハト派的なコメントを踏まえ、多くの市場参加者は、FRBが計画通り年内に追加利上げを実施するかどうか疑念を強めています。

前月と同様に米ドル安の展開となり、2017年1~7月の米ドルの主要国通貨に対するパフォーマンスは過去30年余りで最低となりました。欧州中央銀行(ECB)がタカ派色を強めたことが米ドルの対ユーロでの下落に拍車をかける一方で、トランプ政権が公約実現を進めるために直面している問題も一因となりました。時間が経過するにつれ、市場参加者は米経済成長を大幅に押し上げる可能性のある政策措置が成功を収める確率が大幅に後退しているとの見方を強め、金融引き締め政策による米ドル上昇幅に関する予想を抑制しています。



アジア諸国の経済成長は世界経済の改善を示唆

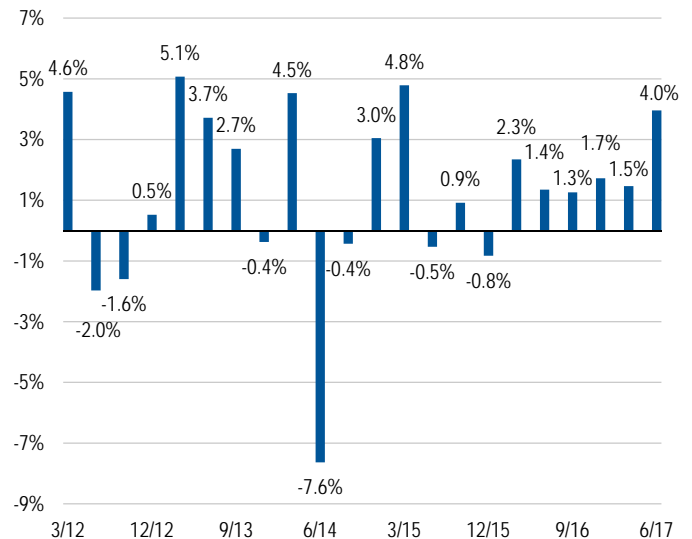
日本の第2四半期の国内総生産(GDP)は11年ぶりに6四半期連続のプラス成長を記録しました。個人消費の力強い増加がけん引し、2017年4~6月のGDP成長率は、年率+4%と予想を大きく上回りました。これは日本の株式市場上昇が消費者のセンチメント改善を促している可能性を示しています。

ただ、日本銀行(日銀)は、7月の金融政策決定会合で、日本経済がデフレ圧力の克服にはさらに時間がかかるという点を強調しました。

日本のGDPは6四半期連続でプラス成長

図 2: 日本のGDP成長率、年率(%)

2012年3月31日~2017年6月30日



出所: ファクトセット、内閣府

日銀は2019年初めまでの物価見通しをさらに引き下げました。こうした動きによって日銀が極端な金融緩和政策をさらにかなりの期間に亘って維持する可能性が高まったと考えられます。

中国の2017年第2四半期のGDP成長率は+6.9%と、第1四半期と同水準となりました。なかでも不動産セクターの強さが目立ちました。これは中国政府が過熱する住宅市場の沈静化を図るための政策措置を講じたにもかかわらず、住宅価格の上昇が続いたためです。また、世界的な需要拡大も中国経済を後押しし、製造業の輸出は2016年の縮小の後、2017年上期は1ヶ季后半の増加に転じました。中小企業や民間企業の比率が高い財新/マークイット発表の7月の中国製造業購買担当者景気指数 (PMI) では、生産と新規受注が堅調に拡大しました。7月の小売売上高はやや鈍化したものの、10%を上回る増加ペースを維持しました。

“ 2017年における日本と中国のこれまでに経済状況は、世界経済の大部分で経済状況が改善していることを示唆しています。 ”

カナダ銀行(中央銀行)がわずかに数週間前に大方の予想を1年近く前倒しする形で7月に利上げを実施し、金融政策を予想外に急転換した後、市場参加者の関心は、政策金利が過去最低にとどまっていたオーストラリアへと向けられました。他の中央銀行のタカ派的な流れがオーストラリア準備銀行(中央銀行、RBA)の政策転換を促すかどうか、投資家は憶測をめぐらしました。センチメントの変化は通貨市場で最も顕著にみられ、豪ドルは対米ドルで2年超ぶりの高値を付けました。ただ、RBAは8月初めの理事会で政策金利の据え置きを決定する一方で、当局者が他国の金融政策は重視しないという発言を行いました。RBAは四半期金融政策報告書のなかで、2017年の成長見通しを下方修正しましたが、これは実際、第2四半期のデータが引き続きインフレが極端に弱い水準にとどまっている状況を示したためです。

とはいえ、アジア2大経済大国である日本と中国の相対的に高水準の経済成長は、2017年に入り、世界経済が加速よりも安定を示唆しつつも、大部分において改善していることを示唆しているといえます。こうしたなか、主要国間における金融政策のかい離はさらに顕著となる見通しで、これが一部の中央銀行に対する圧力を高め、市場変動の増大につながる可能性もあります。

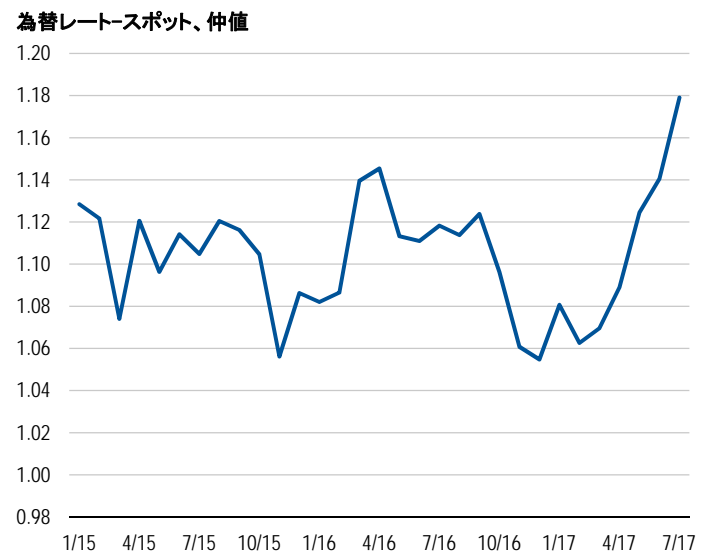


ユーロ圏の経済データは堅調なるも、ECBは政策金利据え置きを維持

第2四半期のユーロ圏の域内総生産(GDP)改定値は、速報値と一致しました。今年前半に実施された各国の選挙において、ポピュリスト(大衆迎合)政党が後退し、幅広い信頼感の回復がみられるなか、ユーロ圏経済は拡大ペースを維持しました。GDP成長率は前年同期比ペースでも+2.1%と2011年以来の高水準となりました。信頼感指数も全般に改善し、欧州委員会が発表する経済センチメント指数(ESI)は過去10年間で最も高い水準となり、ドイツの7月のIfo景況感指数は3か月連続で過去最高を更新しました。労働市場データも改善しました。6月のユーロ圏失業率は9.1%と一年前に比べ1%改善し、過去9年間で最低の水準となりました。とはいえ、物価上昇ペースは引き続き鈍く、6月の総合CPIは前年同月比+1.3%と2か月連続で今年これまでの最低水準となり、コアCPIも同+0.1%の+1.2%にとどまりました。

ユーロは対米ドルで2年半ぶりの高値

図3: ユーロ/米ドル
2015年1月31日~2017年7月31日



出所: ファクトセット

ECBのドラギ総裁が6月の演説において予想外のタカ派色を示したことを受けて、ドイツ国債の利回りは急上昇し、7月初めには2016年初め以来の高水準を記録しました。総裁演説を受け、投資家は、7月のECB理事会の金融政策に関する追加シグナルに注目しました。

同理事会ではECBの債券購入プログラムの規模縮小タイミングに関する重要な情報は明らかにされませんでした。多くの市場参加者はユーロ圏の好調な経済データを考慮し、遠からずこうした動きがあると引き続き確信しており、次回9月のECB理事会で縮小が発表される可能性が高いとの見方をしています。また、7月の理事会では、政策当局者が最近のユーロ高による潜在的な悪影響を懸念しているという兆候もみられませんでした。この結果、ユーロは上昇を続け、7月末には対米ドルで、2年半ぶりの高値を付けました。

我々も近い将来にECBの金融政策の調整が実施される可能性が高いとみています。ユーロ圏経済が予想を上回る力強い回復を示しているという状況を勘案すると、ECBが現在の大規模な量的緩和政策をこれ以上、長期に亘って継続するとは考えにくいといえます。ただ、ECBによる債券購入プログラムの縮小開始時期は、2018年にずれ込むとみており、インフレ率が目標である2%付近に回復し、同水準にとどまるという確信をECBが強めるまでは、おそらく幅広く予想されているよりも緩やかなペースで縮小が進められると考えます。

“ ECBの債券購入プログラムの縮小開始は2018年にずれ込む可能性が高いと考えます。 ”

ユーロ圏とは対照的に英国の経済指標は、より緩慢な経済成長を示しました。7月の消費者信頼感指数は落ち込み、2016年に国民投票によって欧州連合(EU)離脱が決定した直後以来の低水準となりました。7月の小売売上高は増加しましたが、これは食品価格の上昇によるもので、国民投票の結果が判明して以来の英ポンド安によるものです。英国のEU離脱条件に関する交渉を巡る不透明感が企業投資と家計支出の抑制を促しており、イングランド銀行(中央銀行、BOE)は2017年の経済成長予想を従来の+1.9%から+1.7%に引き下げました。BOEは7月の金融政策委員会で、政策金利据え置きを決定しましたが、英ポンド安によるインフレ圧力は重視していないとみられ、英国のインフレ率が今年後半に3%付近でピークに達するという見通しを維持しました。

ユーロ圏のマクロ経済データ

最終産出				
国内総生産 (GDP) ¹	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
GDP、前年比 (%)	1.7	1.9	1.9	2.1
民間最終消費支出、前年比 (%)	1.9	1.9	1.6	-
総固定資本形成、前年比 (%)	4.2	4.2	3.5	-
経済投入 ¹				
	Mar 17	Apr 17	May 17	Jun 17
小売売上高、前年比 (%)	2.6	2.4	2.4	3.1
失業率 (%)	9.4	9.2	9.2	9.1
鉱工業生産、前年比 (%)	2.2	1.2	3.9	2.6
インフレ & 賃金圧力				
インフレ指標 ¹	Apr 17	May 17	Jun 17	Jul 17
消費者物価指数 (CPI)、前年比 (%)	1.9	1.4	1.3	1.3
コアCPI、前年比 (%)	1.2	0.9	1.1	1.2
金融市場				
	Apr 17	May 17	Jun 17	Jul 17
ユーロ・ストックス50インデックス(ユーロ)、実績PER ²	20.03	20.00	17.66	17.67
ECB リファイナンス金利 (%) ³	0.00	0.00	0.00	0.00
10年債利回り-ドイツ国債 (%) ²	0.32	0.30	0.47	0.54
国際収支 ^{1,3}				
貿易収支	Feb 17	Mar 17	Apr 17	May 17
(10億ユーロ)	16.44	29.33	16.83	21.42
経常収支	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
対 GDP比(%)	3.8	3.8	3.7	2.6

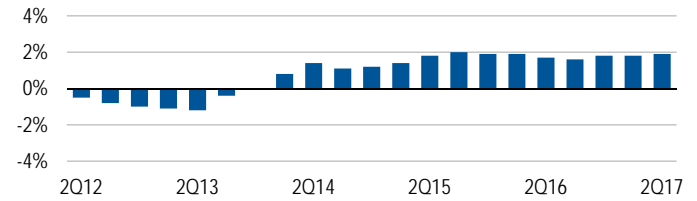
日本のマクロ経済データ

最終産出				
国内総生産 (GDP) ⁴	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
GDP、前期比、年率 (%)	1.3	1.7	1.5	4.0
民間最終支出、前期比、年率 (%)	-0.5	1.2	1.2	5.3
固定資本形成、前期比、年率 (%)	0.0	8.9	3.6	9.9
経済投入				
	Mar 17	Apr 17	May 17	Jun 17
失業率 (%) ⁵	2.8	2.8	3.1	2.8
鉱工業生産、前年比 (%) ⁶	3.5	5.7	6.5	4.9
第3次産業活動指数、前年比 (%) ⁶	0.0	0.8	1.9	1.1
企業活動	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
企業の利益成長率 (%) ⁷	11.5	16.9	26.6	-
日銀短観大企業製造業業況判断指数 ⁸	6	10	12	17
インフレ				
インフレ指標 ⁵	Mar 17	Apr 17	May 17	Jun 17
消費者物価指数 (CPI)、前年比 (%)	0.2	0.4	0.4	0.4
CPI 生鮮食品を除く、前年比 (%)	0.2	0.3	0.4	0.4
金融市場 ²				
	Apr 17	May 17	Jun 17	Jul 17
日経平均、実績PER	18.2	18.6	18.1	18.0
3ヵ月物国庫短期証券(短期国債)利回り (%)	-0.142	-0.128	-0.095	-0.131
10年国債利回り (%)	0.018	0.049	0.086	0.083
国際収支				
月次貿易収支 ⁷	Mar 17	Apr 17	May 17	Jun 17
(10億円)	872	554	-115	519
経常収支 ⁹	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
対GDP比(%)	3.6	3.8	3.8	3.8

1. 出所: © European Union 1995–2017.
2. 出所: Bloomberg. P/E ratios of Dow Jones EURO STOXX 50 Price Index and Nikkei-225 Stock Average as calculated by Bloomberg.
3. 出所: European Central Bank.
4. 出所: Economic and Social Research Institute, Cabinet Office, Government of Japan.
5. 出所: Ministry of Internal Affairs and Communications, Japan.
6. 出所: Ministry of Economy, Trade and Industry, Japan.
7. 出所: Ministry of Finance, Japan.
8. 出所: Bank of Japan.
9. 出所: Bloomberg Indexes.

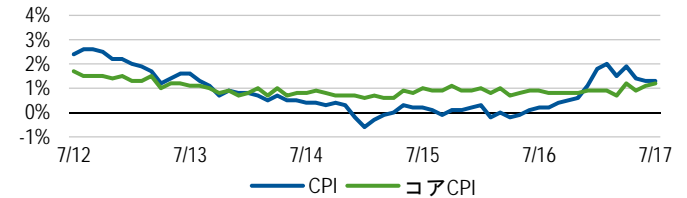
過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

ユーロ圏実質 GDP、前年比



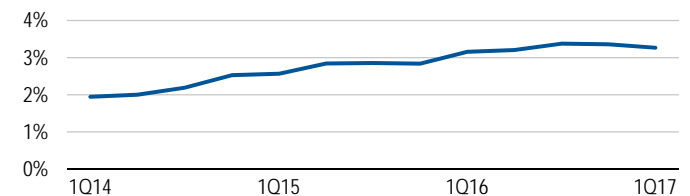
出所: © European Union 1995–2017 (2017年6月現在)

消費者物価指数、前年比



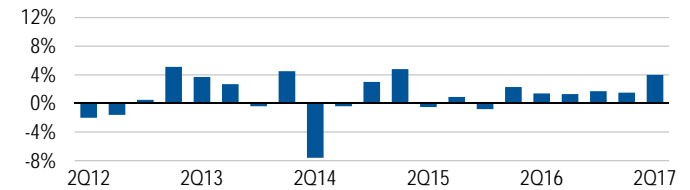
出所: © European Union 1995–2017 (2017年7月現在)

対外貿易収支、対GDP比



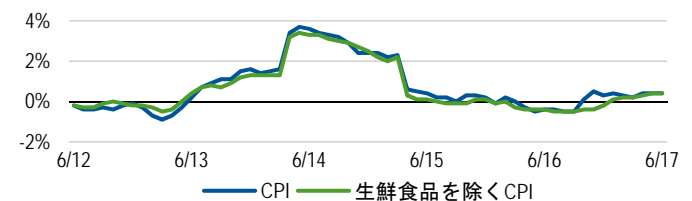
出所: © European Union 1995–2017 (2017年3月現在)

日本の実質GDP成長率、前期比、年率



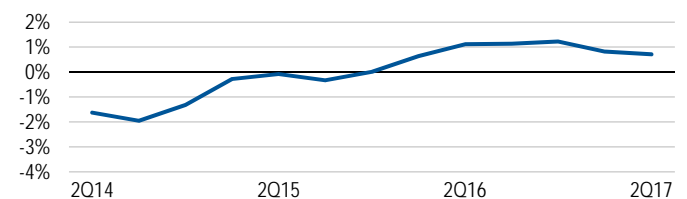
出所: 経済社会総合研究所、内閣府 (2017年6月現在)

消費者物価指数、前年比



出所: 総務省 (2017年6月現在)

貿易収支、対GDP比



出所: 財務省、経済社会総合研究所、内閣府 (2017年6月現在)

米国のマクロ経済データ

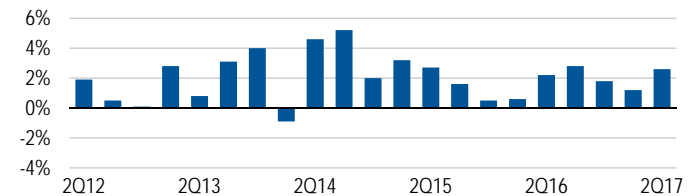
最終産出				
国内総生産 (GDP) ²	1Q17	2Q17	3Q17E ¹	4Q17E ¹
前期比、年率 (%)	1.2	2.6	2.5	2.4
経済投入				
消費/最終需要				
所得/貯蓄 ²	Mar 17	Apr 17	May 17	Jun 17
個人支出、前年比 (%)	5.1	4.5	4.3	3.8
個人所得、前年比 (%)	3.4	2.9	3.0	2.6
貯蓄率 (%)	3.9	3.7	3.9	3.8
雇用				
失業率 (%) ³	Apr 17	May 17	Jun 17	Jul 17
失業率 (%) ³	4.4	4.3	4.4	4.3
労働参加率 (%) ³	62.9	62.7	62.8	62.9
非農業部門雇用者数 (千人) ³	207	145	231	209
新規失業保険申請件数、4週間平均 (千件) ⁴	243	240	244	242
住宅 ⁵				
中古住宅販売 (百万戸)	Mar 17	Apr 17	May 17	Jun 17
中古住宅販売 (百万戸)	5.70	5.56	5.62	5.52
前年比 (%)	5.8	1.5	2.7	0.7
投資				
企業利益 ^{6, 11}				
利益、前年比 (%)	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
利益、前年比 (%)	14.0	11.5	6.2	12.1
生産 & 稼働率 ⁷				
鉱工業生産、前年比 (%)	Mar 17	Apr 17	May 17	Jun 17
鉱工業生産、前年比 (%)	1.3	1.8	2.0	2.0
設備稼働率 (%)	75.8	76.4	76.4	76.6
非住宅設備投資 ²				
非住宅設備投資 ²	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
非住宅設備投資 ²	-0.7	0.7	3.5	3.9
インフレ & 生産性				
インフレ指標				
個人消費支出 (PCE)、前年比 (%) ²	Apr 17	May 17	Jun 17	Jul 17
個人消費支出 (PCE)、前年比 (%) ²	1.7	1.5	1.4	-
コア PCE、前年比 (%) ²	1.6	1.5	1.5	-
消費者物価指数 (CPI)、前年比 (%) ²	2.2	1.9	1.6	1.7
コア CPI、前年比 (%) ³	1.9	1.7	1.7	1.7
生産者物価指数 (PPI)、前年比 (%) ³	3.9	2.6	2.2	2.2
コア PPI、前年比 Y/Y (%) ³	1.9	1.8	1.7	1.8
生産性 ³				
生産性、前期比、年率 (%)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
生産性、前期比、年率 (%)	2.5	1.3	0.1	0.9
単位労働コスト、前期比、年率 (%)	-0.2	-6.3	5.4	0.6
金融市場				
バリュエーション				
S&P 500 ⁸ のPER	Jun 17	Jul 17	Aug 17E	Sep 17E
S&P 500 ⁸ のPER	20.97	21.20	-	-
FFレート ^{7, 9}	1.00	1.25	1.16	1.16
国際収支				
米貿易収支(月次) ^{2, 9}				
米貿易収支(月次) ^{2, 9}	Mar 17	Apr 17	May 17	Jun 17
米貿易収支(月次) ^{2, 9}	-45.3	-47.6	-46.4	-43.6
米経常収支				
米経常収支	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
米経常収支	-108.2	-110.3	-114.0	-116.8
年率 (対GDP比、%) ¹⁰	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4

E: 予想

1. 出所: Bloomberg Economic Forecasts (2017年7月末現在)
2. 出所: US Bureau of Economic Analysis.
3. 出所: US Bureau of Labor Statistics.
4. 出所: US Department of Labor.
5. 出所: Copyright National Association of REALTORS®. Reprinted with permission.
6. 出所: Standard and Poor's.
7. 出所: US Federal Reserve. 2017年6月14日のFOMCでFRBは米国の主要金利の「誘導目標」を1.00%~1.25%に引き上げました。
8. 出所: Chicago Board of Trade (30-Day Federal Funds Futures Rate for August 2017 and September 2017) (2017年8月11日現在)
9. 出所: US Census Bureau.
10. 出所: Bloomberg Indexes.
11. 出所: Bloomberg calculations are share-weighted y/y. Estimates as at 10/8/17.

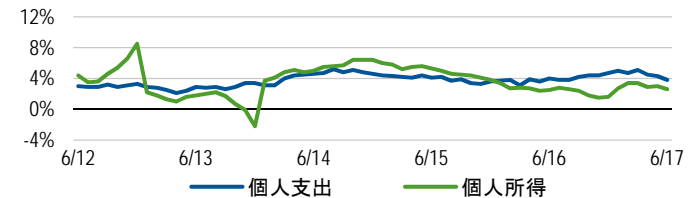
過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

国内総生産(GDP)、前期比、年率



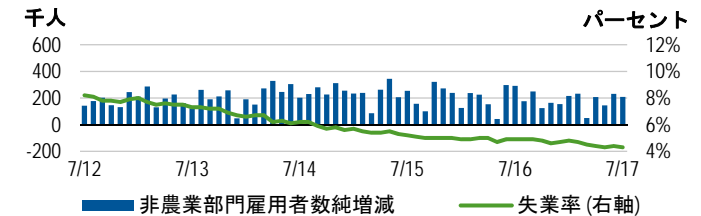
出所: US Bureau of Economic Analysis (2017年6月現在)

個人所得 & 支出、前年比



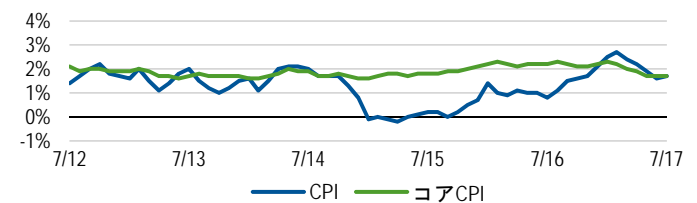
出所: US Bureau of Economic Analysis (2017年6月現在)

非農業部門雇用者数 & 失業率



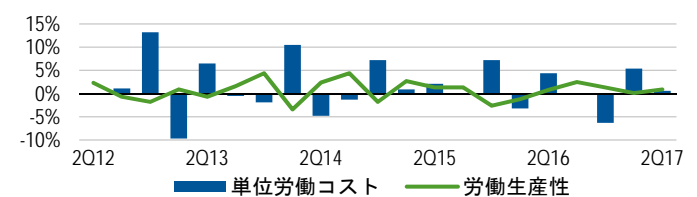
出所: US Bureau of Labor Statistics、季節調整後データ (2017年7月現在)

消費者物価指数、前年比



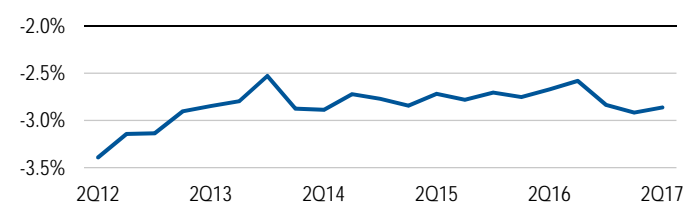
出所: US Bureau of Labor Statistics (2017年7月現在)

労働生産性 & 単位労働コスト、前期比、年率



出所: US Bureau of Labor Statistics (2017年6月現在)

米貿易収支(年率)、対GDP比



出所: US Census Bureau and US Bureau of Economic Analysis (2017年6月現在)

重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を構成するものではありません。

当資料のなかで運用担当者が示した見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。**すべての投資はリスクを伴い、元本に損失が生じる可能性があります。**

当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・templton・インベストメンツ(「FTI」)は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。FTIは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠に関しては、利用者が裁量で行ってください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能なわけではなく、米国以外では、他のFTI関連会社およびまたは現地法および規則が承認するその販売会社によって提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、専門家の助言を受けることをお勧めします。

データ出所に関する詳しい情報については www.franklintempletondatasources.com を参照下さい。

< 当資料のお取扱いにおけるご注意 >

- 当資料はフランクリン テンプルトン インベストメンツ(フランクリン・templton・リソースズ・インクとその傘下の関連会社を含みます。)が作成したものを、フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社が抜粋・翻訳した資料であり、特定のファンドの勧誘を目的とするものではありません。
- フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社が設定・運用する投資信託は、国内外の株式や債券など値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額が変動し、投資元本を割り込むことがあります。従って、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益はすべて投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。また、投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、各ファンドの最新の投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 当資料は信頼できると判断した情報に基づいて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。当資料に記載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
- 当資料にかかわる著作権その他の一切の権利は引用部分を除き当社に帰属します。当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。

フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第391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

一般社団法人第二種金融商品取引業協会



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS

Please visit www.franklinresources.com to be
directed to your local Franklin Templeton website.