

# INVESTMENT STRATEGY MONTHLY

＜投資戦略マンスリー＞

MITSUBISHI UFJ KOKUSAI ASSET MANAGEMENT

2021年11月



01 世界経済・金融市場見通し

27 市場データ一覧

03 各国経済見通し

28 主要金融資産のパフォーマンス

17 市場見通し

29 主要な政治・経済日程

## ① 世界経済・金融市場見通し

2021年11月

## 世界経済

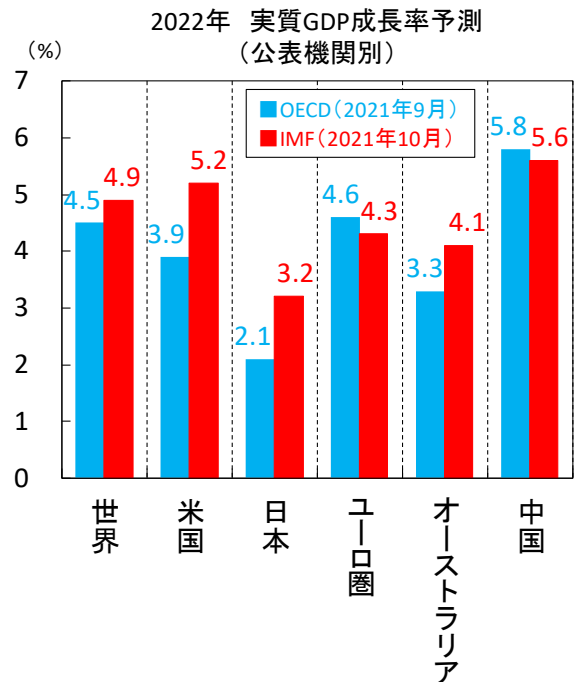
## 先進国景気は良好も中国景気にやや警戒感

世界経済は良好な状態を保っています。企業全体の景況感を表すマークイット総合PMIの直近2021年10月値は米国57.3、ユーロ圏54.3と節目50を大きく超過、日本50.7、オーストラリア52.2と各々6か月、4か月ぶりに50台を回復しました。中国も9月時点で51.4と底堅いものの、不動産市況悪化・恒大集団問題・電力不足などで先行き不安も浮上し、世界経済への悪影響が懸念されています。

## 中国景気不安が一段と高まる場合は要注意

2022年の経済成長率見通しを見る限り、見方が割れる米国に対し中国は楽観的な印象すらありました（図1）。ただし、上述の問題克服に向けた中国当局の対応が鈍く慎重論も浮上しつつあります（当社の中国見通しも2021年:+8.0%、2022年:+5.0%へ下方修正）。世界的なインフレ圧力や金融緩和修正の動きも広がりつつあるだけに、想定外の景気下振れリスクには要警戒です。（瀧澤）

【図1】 国際機関による2022年の景気予測では米国の見方割れる一方、中国の堅調見込む



注) OECDはEconomic Outlook Interim Report (2021年9月)、IMFはWorld Economic Outlook (2021年10月) に基づく。

出所) OECD (経済協力開発機構)、IMF (国際通貨基金) より当社経済調査室作成

## 金融市場

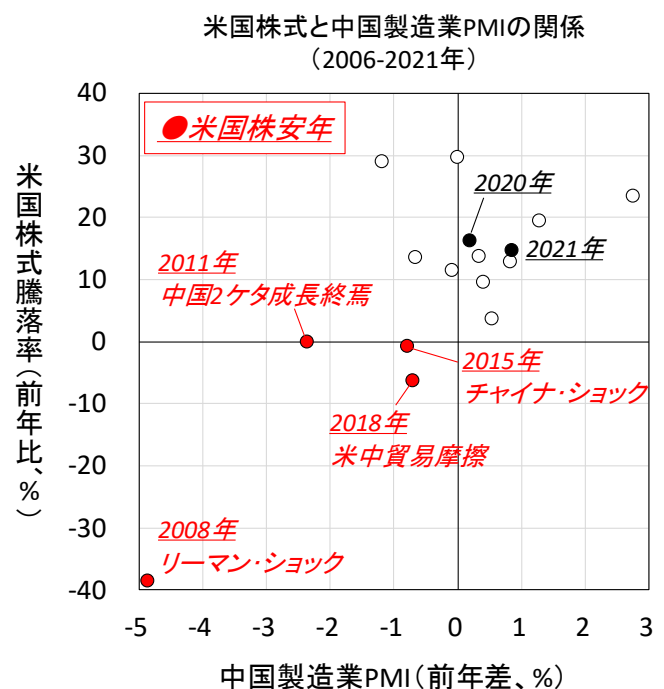
## 10月はリスク選好回帰、市場の強気姿勢続く

10月の金融市場は世界的に株価が反発基調に転じるなどリスク選好の流れでした。新型コロナ感染収束に伴う経済正常化を背景に、米欧中心に景気が良好な点を素直に好感した印象です。また、需要急増に伴う原油など資源高、人手不足などに起因した供給網混乱でインフレ圧力が根強いなかでも、金融当局が慎重に金融緩和修正を進める姿勢を保っている点も安心感を誘った模様です。

## 2022年のリスク選好継続は中国景気次第か

金融市場において、物価や金融政策動向と同時に焦点となるのが中国景気の行方といえます。中国国家統計局の製造業PMIは直近2021年9月に49.6（1-9月平均は50.8）とコロナ危機発生直後の2020年2月以来、初めて節目50を割りこみました。ここ15年程度で見れば、中国の景気減速が目立った年は米国株が苦戦する傾向もみられたため、株式市場も神経質になりそうです（図2）。（瀧澤）

【図2】 中国景気は金融市場のリスク志向度を左右、減速感払拭できなければ株式市場の重石に



注) 中国製造業PMI(国家統計局)の前年差が取得可能な2006年以降。米国株はS&P500の年末値、中国PMIは年平均に基づく。2021年は9月時点。

出所) 中国国家統計局、Refinitivより当社経済調査室作成

## ① 世界経済・金融市場見通し

2021年11月

## ● 実質GDP（前年比）見通し

	2019年	2020年	2021年	2022年
日本	0.0	▲ 4.6	2.3	2.5
米国	2.3	▲ 3.4	6.0	4.6
ユーロ圏	1.6	▲ 6.4	4.6	4.0
オーストラリア	1.9	▲ 2.5	3.9	4.0

	2019年	2020年	2021年	2022年
中国	6.0	2.3	8.0	5.0
インド	4.0	▲ 7.3	9.0	6.8
ブラジル	1.4	▲ 4.1	5.0	1.5
メキシコ	▲ 0.2	▲ 8.3	6.0	2.5

注) 2018、2019年は実績（IMF World Economic Outlook（2021年10月）に基づく）。  
2021年、2022年が当社経済調査室見通し。

## ● 金融市場（6ヵ月後）見通し

## 株式

(単位:ポイント)	直近値	6ヵ月後の見通し
日本 日経平均株価(円)	29,098	28,000-32,000
TOPIX	2,014	1,850-2,250

(単位:ポイント)	直近値	6ヵ月後の見通し
米国 NYダウ(米ドル)	35,491	34,000-38,000
S&P500	4,552	4,400-4,800
欧州 ストックス・ヨーロッパ600	474	445-515
ドイツDAX®指数	15,706	14,600-16,800

債券  
(10年国債利回り)

(単位:%)	直近値	6ヵ月後の見通し
日本	0.099	▲0.1-0.3
米国	1.550	1.4-2.2

(単位:%)	直近値	6ヵ月後の見通し
欧州(ドイツ)	-0.176	▲0.3-0.3
オーストラリア	1.855	1.4-2.2

## 為替(対円)

(単位:円)	直近値	6ヵ月後の見通し
米ドル	113.81	110-118
ユーロ	132.07	127-139
オーストラリアドル	85.52	81-91
ニュージーランドドル	81.54	78-88

(単位:円)	直近値	6ヵ月後の見通し
インドルピー	1,5160	1,43-1,63
メキシコペソ	5,599	5,10-6,10
ブラジルリアル	20,551	18-23

## リート

(単位:ポイント)	直近値	6ヵ月後の見通し
日本 東証REIT指数	2,082	2,050-2,250

(単位:ポイント)	直近値	6ヵ月後の見通し
米国 S&P米国REIT指数	1,806	1,740-1,900

## 原油

(単位:米ドル/バレル)	直近値	6ヵ月後の見通し
WTI先物(期近物)	82.66	80-90

注) 見通しは当社経済調査室。直近値および見通しは2021年10月27日時点（直近日休場の場合は前営業日の値）。

出所) S&P、Refinitivより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－日本

2021年11月

## 日本経済

行動制限緩和で内需の持ち直しに期待、  
部品等の供給制約の行方も注目

## 先行きの景況感は明確に持ち直す

国内では9月末で緊急事態宣言等が全面解除されました。9月景気ウォッチャーでは先行き判断DIが2013年11月以来の高水準を記録するなど、先行きの景況感は明確に持ち直しています（図1）。足元の新型コロナ感染状況は良好に推移し（図2）、政府が推進するワクチン接種率（2回完了）も70%に達しました。10月25日に首都圏4都県と大阪府で飲食店の営業時間短縮要請が解除され、11月1日には全国で大規模イベントの人数制限の上限（1万人）が解除予定で、欧米同様に行動制限の段階的な緩和は着実に進んでいます。冬場にかけて感染再拡大するリスクは依然として残るものの、10-12月期以降は個人消費を中心に内需の持ち直しが期待されます。他方、輸出は減速感が見られ、特に自動車輸出は低迷しています（図3）。世界的な半導体不足やコロナ感染状況が深刻だった東南アジアでの部品調達難を受け、自動車メーカーが相次いで減産を余儀なくされた影響です。中国景気減速もあり、堅調だった情報関連や資本財も鈍化しています。

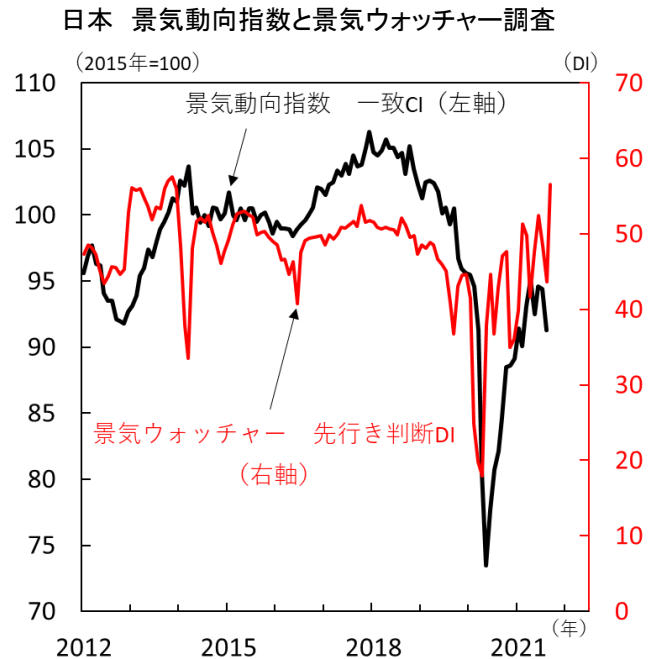
## 目先は部品等の供給制約の解消が焦点に

当面は部品や原材料等の供給制約解消が焦点になりそうです。東南アジアの感染状況は改善傾向にあり、工場稼働率の持ち直しで自動車の挽回生産が見られるか注目されます。企業の景況感は上向いており（図4）、内外からの受注は底堅い模様です。他方、世界経済回復に伴う商品需要増で原材料高騰が続いています。世界的にインフレ懸念が強まるなか、9月消費者物価（総合）は前年比+0.2%とエネルギー価格上昇等を背景にプラス圏に回帰しました（図5）。ただし、引き続き低位で推移しているほか、9月企業物価（素原材料）は同+52.1%と価格転嫁に動きづらい状況が続いています。原材料高騰が長引くと企業収益圧迫に繋がる可能性があります。注意が必要です。

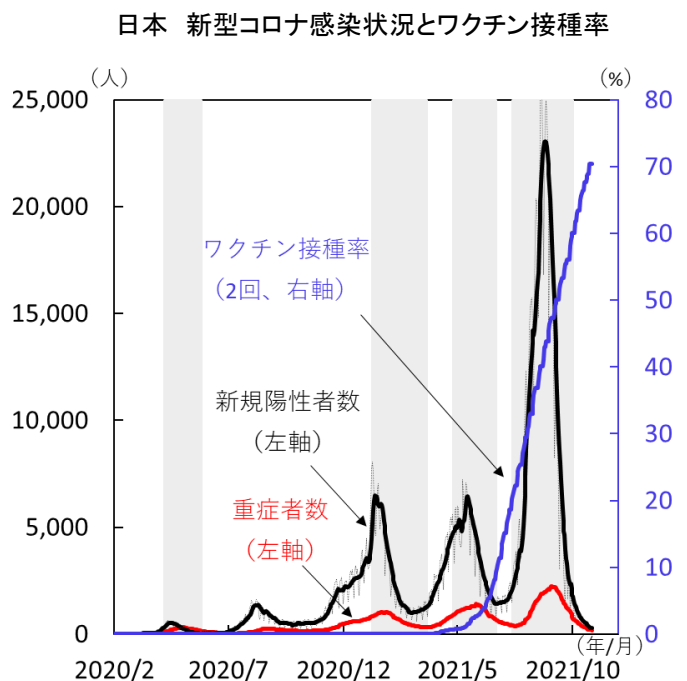
10月4日に岸田新内閣が発足しました。8日の所信表明演説では新しい資本主義の実現に向けた経済対策を公表し、成長と分配の好循環を目指す模様です（図6）。また、岸田首相は数十兆円規模の経済対策を年内に策定すると言及しており、詳細は不透明も企業支援金や一部への現金給付など景気浮揚効果が期待されます。（田村）

巻末の「本資料に関してご留意いただきたい事項」および「本資料中で使用している指数について」を必ずご覧ください。

【図1】国内では緊急事態宣言等が全面解除され、  
先行き判断DIは2013年11月以来の高水準に



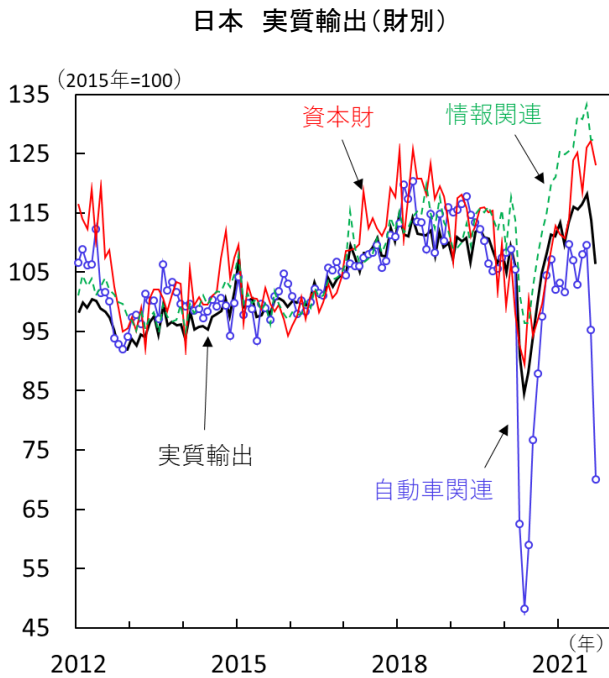
【図2】足元の新型コロナ感染状況は良好、  
ワクチン接種率（2回）も70%に到達



## ② 各国経済見通しー日本

2021年11月

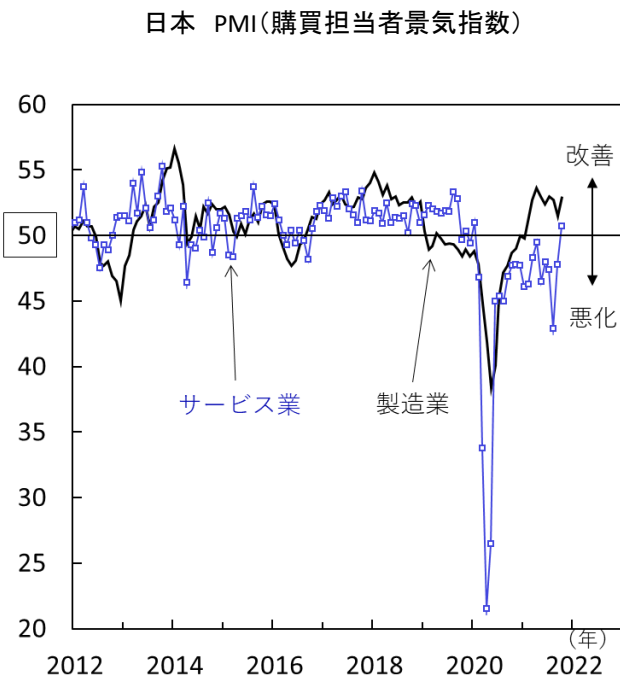
【図3】輸出は供給制約で減速、  
東南アジアでの部品調達難を背景に自動車輸出が低迷



注) 直近値は2021年9月。

出所) 日本銀行より当社経済調査室作成

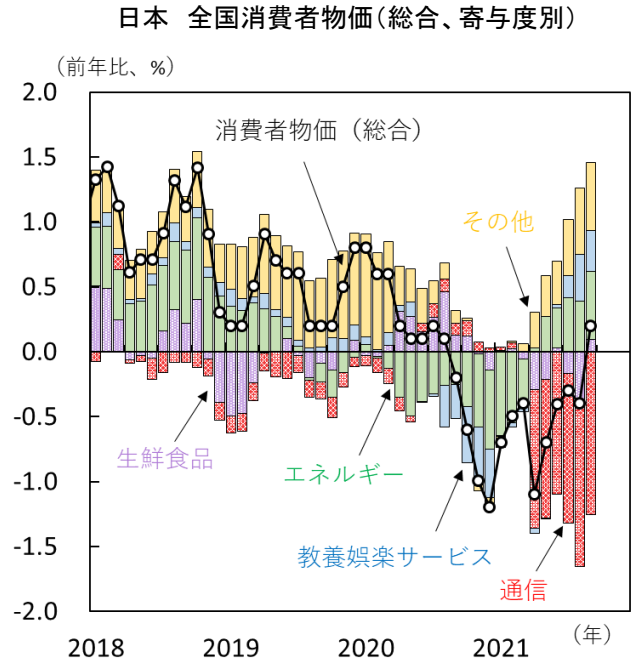
【図4】製造業の景況感は直近で持ち直すほか、  
サービス業は昨年1月以来となる中立水準の50超え



注) 直近値は2021年10月。

出所) じぶん銀行、Markitより当社経済調査室作成

【図5】消費者物価は携帯電話料の引下げが下押しも、  
エネルギー価格上昇等で昨年8月以来のプラス圏に



注) 直近値は2021年9月。

出所) 総務省より当社経済調査室作成

【図6】2021年10月4日に岸田新内閣が発足、  
新しい資本主義の実現を掲げた経済政策を公表

### 日本 岸田新内閣の経済政策

経済政策：「新しい資本主義の実現」	
成長戦略	分配戦略
<b>①科学技術立国の実現</b> ・ 科学技術分野の人材育成 (学部や修士・博士課程の再編と拡充) ・ 10兆円規模の大学ファンド設置 ・ 先端科学技術の研究開発に大胆な投資 (デジタルやグリーン、人工知能、量子、バイオなど) ・ 新ビジネス・産業創出に向けたスタートアップの支援 ・ クリーンエネルギー戦略の策定	<b>③働く人への分配機能の強化</b> ・ 非財務情報開示の充実や四半期開示の見直し等 ・ 下請け取引に対する監督体制の強化 ・ 労働分配率向上に向けて賃上げを行う企業への税制支援
<b>②デジタル田園都市国家構想</b> ・ 地方からデジタル実装を進め、地方と都市の差を縮小 ・ デジタルインフラ整備の推進 (5Gや半導体、データセンターなど)	<b>②中間層の拡大・少子化対策</b> ・ 教育費や住居費への支援強化 ・ 子育て支援の促進 (保育の受け皿整備や幼保小連携の強化など) ・ こども目線での行政の在り方を検討・実現
<b>③経済安全保障</b> ・ 戦略物資の確保や技術流出の防止 ・ 強靱なサプライチェーンの構築 ・ 経済安全保障の推進に向けた法案策定	<b>③看護、介護、保育等の現場で働く人の収入増加</b> ・ 公的価格評価検討委員会の設置と公的価格の見直し
<b>④人生百年時代の不安解消</b> ・ 働き方に中立的な社会保障や税制の整備 ・ 「勤労者皆保険」の実現 ・ 全世代型社会保障の構築	<b>④財政の単年度主義の弊害是正</b> ・ 国家課題への計画的な取り組み (科学技術振興、経済安全保障、重要インフラ整備など)

注) 2021年10月8日の第250回国会における岸田内閣総理大臣所信表明演説より抜粋。

出所) 首相官邸HPより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－米国

2021年11月



## 米国経済

**経済正常化の過程で物価高騰が長期化の様相。FRBは正常化と利上げの切り離しを強調へ。**

### 正常化に向け前に進む

10月28日、本投資戦略マンスリー発刊後の夜、米7-9月実質GDPが発表されます。直前の市場予想は前期比年率+2.6%、4-6月期同+6.7%から急減速との予想です（図1）。

経済活動再開後、米国救済計画（ARP）と銘打った経済対策や米FRB（連邦準備理事会）の金融緩和措置もあり米景気は急速に回復、離陸に無事成功した格好です。

そして次は「正常化」、コロナ禍前の状態に生産、労働、資本を戻す段階に入ったと言えるでしょう。家計の財布を潤した追加的な失業給付は既に9月に終了しました。そして11月に入ると、いよいよ金融政策が正常化へ向け動き出します。米FRBは月額\$1,200億の国債等買入策の縮小、所謂テーパリングを宣言する見込みです（図2）。

さらに財政政策も、次のステップに動く見込みです。現在米議会では、バイデン大統領が掲げた将来を見据えた財政支出策を協議中です。詳細の支出計画は今もって流動的ながら、「ビルド・バック・ベター」と呼ばれる主に医療や教育の拡充に重点を置いた支出策ほか、インフラ投資等を含めた、総額4兆ドル（10年間）にのぼる長期財政支出（金額未確定）となる見込みです（図3）。なお、この大半は富裕層増税等により賄われる見込みです。

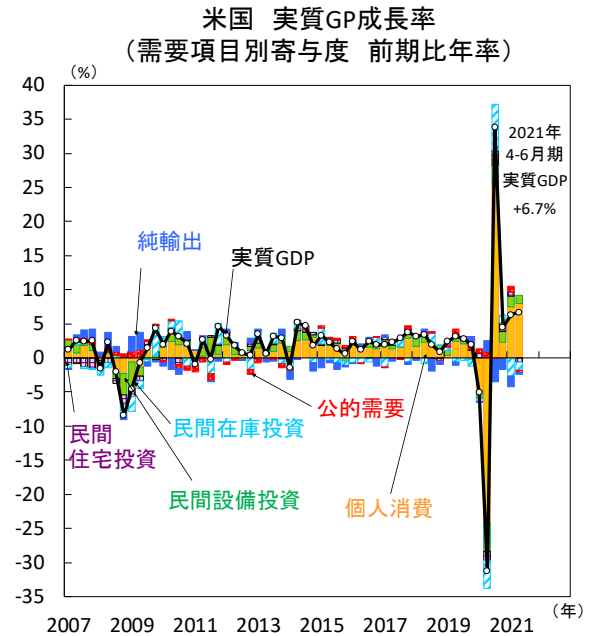
### 11月FOMC（連邦公開市場委員会）は正常化と利上げの切り離しを強調

こうした経済の正常化の動きが進む中、株式・債券市場はちぐはぐな動きをしています。株式市場は、好調な7-9月期決算受け先行きの収益予想も上向き（図4）、景気にはプラスです。一方債券市場、短期金利は物価高騰を恐れ来年2回利上げ予想と急騰（図5）、実質金利は利上げで景気失速との見立てで低下している様です（図6）。

今年の春先、物価高騰が金融市場で懸念されたとき、株式市場は堅調、長期金利も上昇しました。当時は実質金利の上昇を伴い経済の正常化は強く意識されました。

物価高騰の長期化はFRBにとっては確かに脅威です。しかし供給サイドの問題に利上げは無力と知るFRBが、利上げを断行し政策エラーを犯すとは思えません。パウエルFRB議長は、正常化と利上げを切り離す強いメッセージを11月FOMCで発するとみえています。（徳岡）

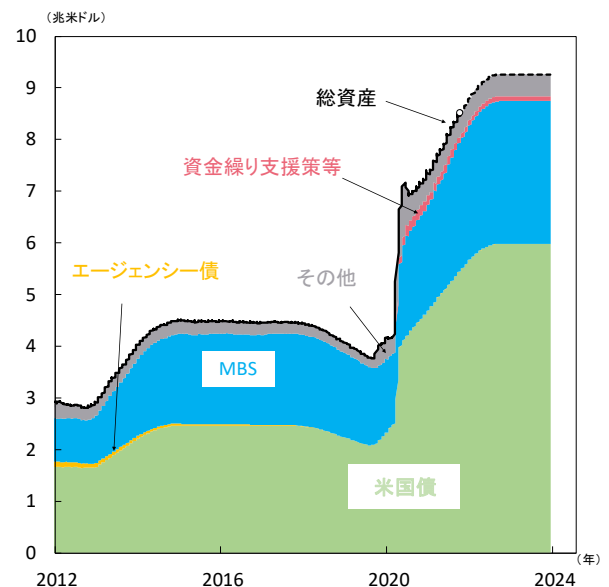
【図1】7-9月期実質GDPは急減速の見込み



出所) Bureau of Economic Analysisより当社経済調査室作成

【図2】テーパリングは購入量の縮小にすぎない

### FRB バランスシートの推移



注) 直近値(黒線部分)は2021年10月13日(週次)。以降、2023年12月までのバランスシートの見通し(点線部分)は、米国が月1,200億米ドルの国債買入を2021年11月第3週から毎月100億米ドルずつ減額(米国債とMBSの減額は2:1で按分)と仮定し、三菱UFJ国際投信が算出。

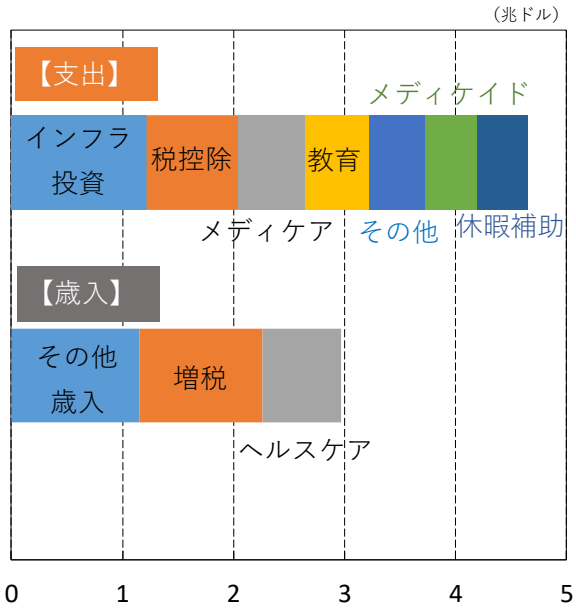
出所) FRBより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し - 米国

2021年11月

【図3】 財政政策も次なる一手を協議中

米下院 ビルド・バック・ベター・プラン(当初)  
(10年間の支出・歳入計画)

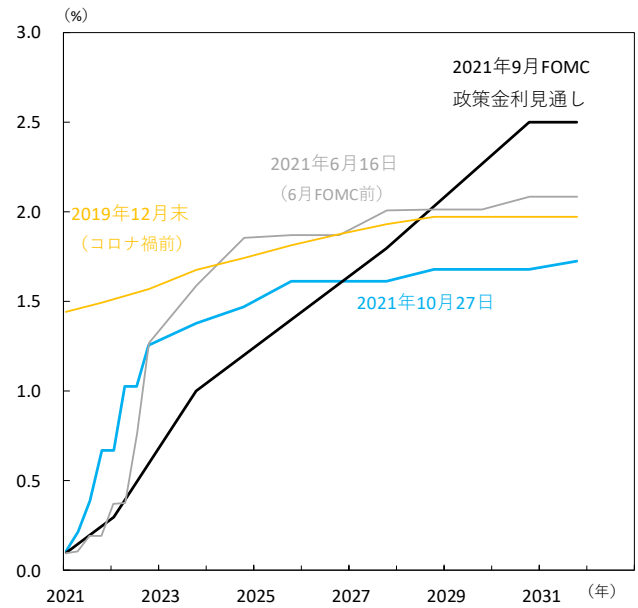


注) 現在米議会にて協議中、最終的なプランではない。

出所) 米CRFB (Committee for a Responsible Federal Budget) より  
当社経済調査室作成

【図5】 米利上げ織込みは加速

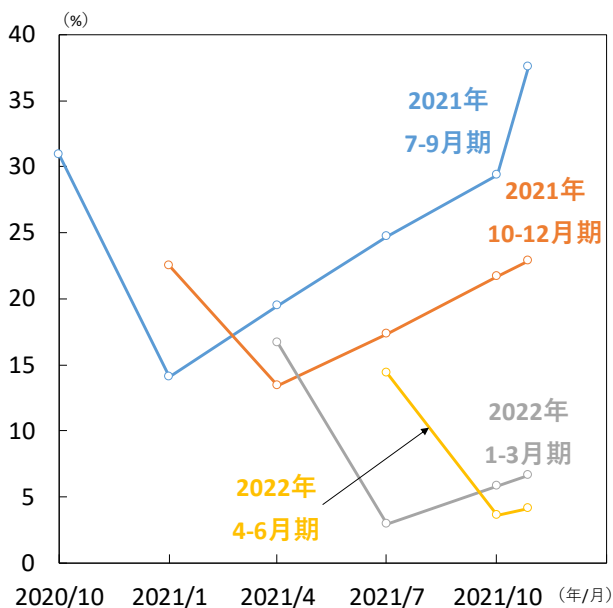
米国 オーバーナイト・インデックス・スワップ金利  
とFOMCの政策金利予想



出所) FRB、Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】 7-9月期の好収益受け今後数四半期も上方修正か

米S&P500 EPS予想の推移  
(I/B/E/S予想)

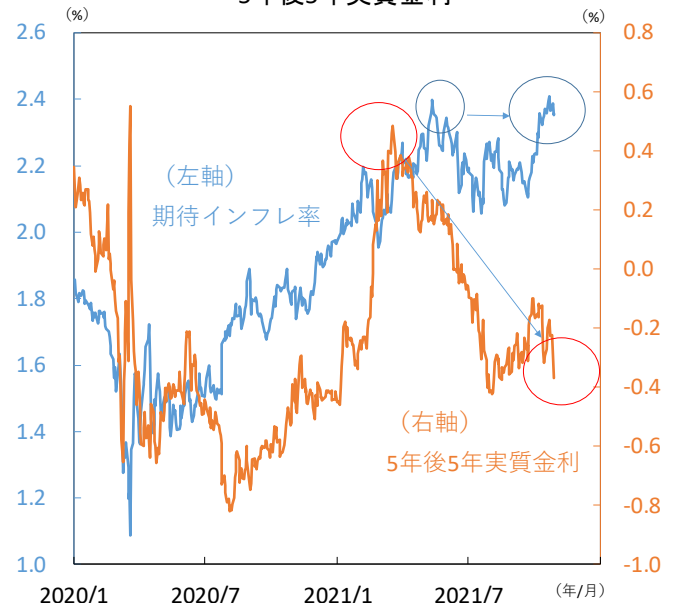


注) 直近値は2021年10月27日。

出所) Thomson Reuters Proprietary Researchより当社経済調査室作成

【図6】 経済への見方は悲観的なまま

米国 期待インフレ率と  
5年後5年実質金利



注) 直近値は2021年10月27日。期待インフレ率は5年後5年ブレイク・オープン・インフレーション・レート (BEI)。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－欧州

2021年11月

## 欧州経済

域内景気の回復ペースは鈍化、  
ECBは慎重に金融政策正常化へ

## ユーロ圏景気の回復ペースは一段と鈍化へ

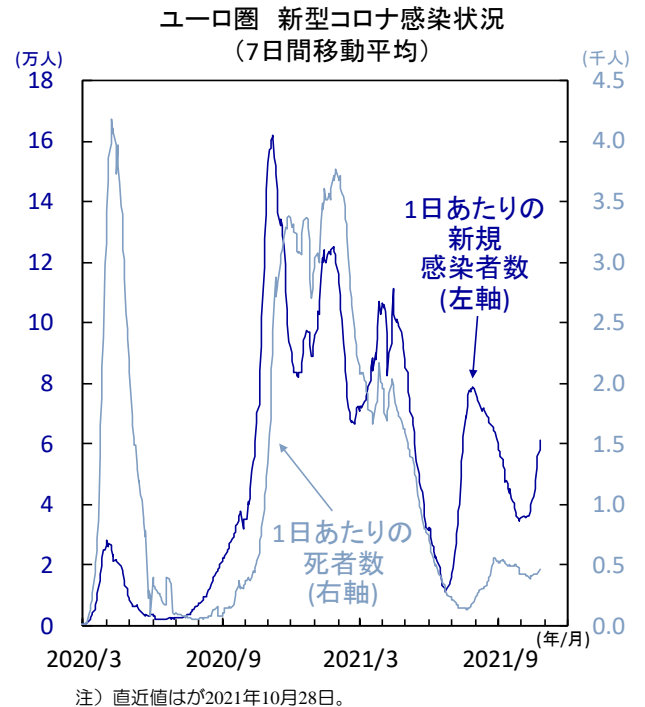
ユーロ圏では、新型コロナ感染状況は落ち着き(図1)、域内景気は底堅く推移も、回復ペースは一段と鈍化の様相を呈しています。ユーロ圏の8月鉱工業生産(除く建設)は前月比▲1.6%と減少(図2)。自動車生産の低迷が際立ち、経済再開に伴う供給制約が依然として、生産活動回復の重石となっています。また、ユーロ圏の8月実質小売売上高(除く自動車)は、前月比+0.3%と小幅な増加に留まり(図3)、財のリベンジ消費は一段落しつつある模様です。

長引く供給制約等を背景に、ユーロ圏の10月総合PMI(購買担当者景気指数、速報値)は54.3と、好不況の分かれ目とされる「50」を上回るも、3ヵ月連続で低下(図4)。また、足元のインフレ加速や冬場にかけての新型コロナ感染再拡大への懸念から、ユーロ圏の10月消費者信頼感も小幅に悪化(図5)。7-9月期に続いて10-12月期も景気回復ペースがより緩慢となる公算が高まっています。

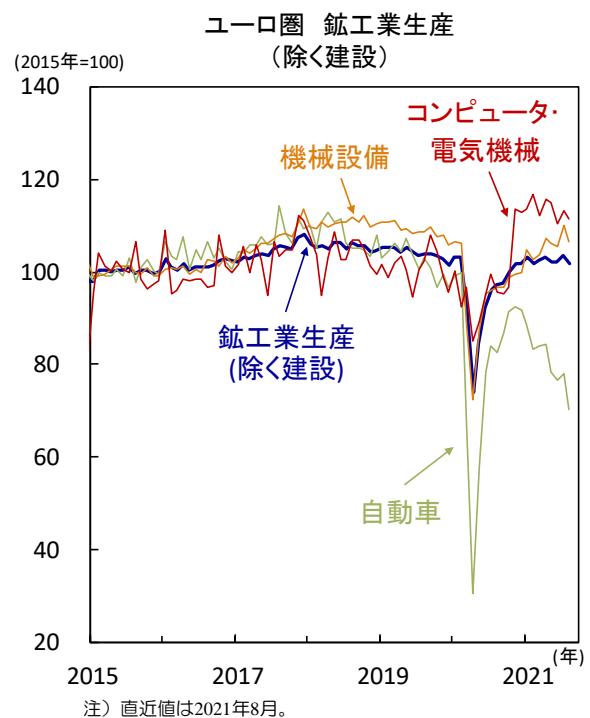
## 高まるECBによる金融緩和縮小観測

継続的な景気回復や足元のインフレ加速等を背景に、ECB(欧州中央銀行)による金融政策の正常化観測は一層強まっています。ユーロ圏の10-12月期銀行貸出調査は引続き、良好な資金調達環境の継続を示唆し(図6)、10-12月期より、PEPP(パンデミック緊急購入プログラム)の買入ペース減速を決定したECB(欧州中央銀行)に支援的。

また、ユーロ圏の9月消費者物価(総合)は、前年比+3.4%と約13年ぶりの高い伸びを記録しました。エネルギー価格の高騰等の経済再開に伴う一時的要因が大きく影響したとみられるものの、燃料需要が強まる冬場にかけてのさらなるインフレ加速も懸念され、家計心理への影響も意識され始めています。一部ECB高官は、物価見通しの上振れリスクを警戒し、市場の期待インフレ率も大きく上昇。しかし、ラガルドECB総裁は、域内のインフレ加速は依然一時的とみられるとの見解を堅持し、金融緩和縮小への慎重姿勢を維持。政策変更の有無の判断は12月会合でされると明言されており、ECBは緩やかかつ慎重に金融政策の正常化へ向かう見込みです。(吉永)

【図1】ユーロ圏 行動制限緩和以降も  
新型コロナ感染状況は大きく悪化せず

出所) WHOより当社経済調査室作成

【図2】ユーロ圏 供給制約の影響が継続し、  
8月生産活動は低迷

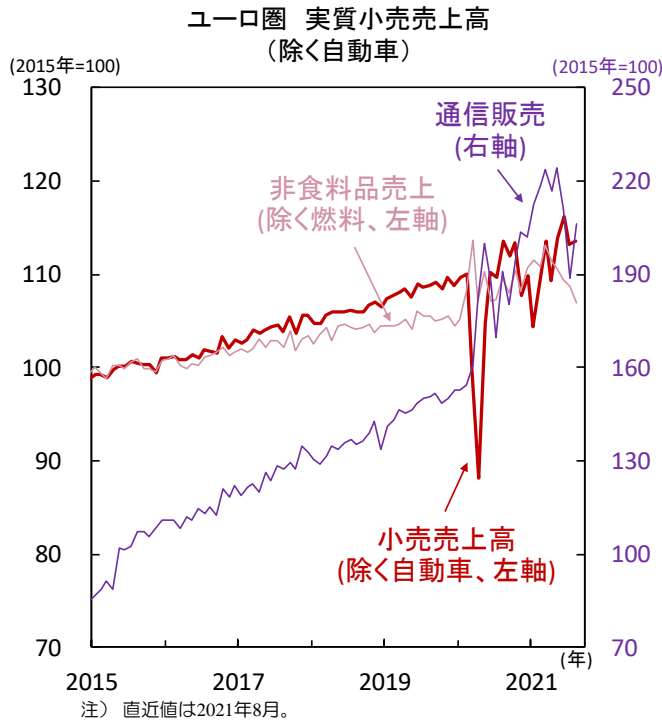
出所) Eurostat (欧州統計局)より当社経済調査室作成



## ② 各国経済見通し－欧州

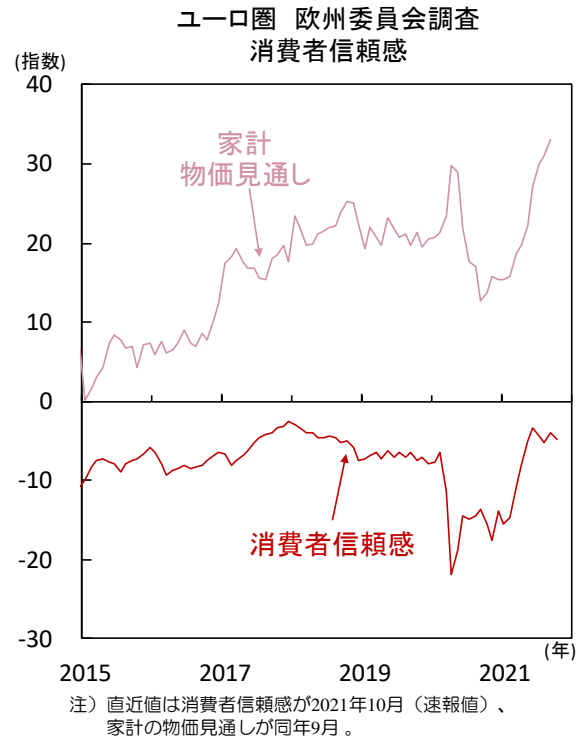
2021年11月

【図3】ユーロ圏 財へのリベンジ消費は一服の様相、燃料・ガス・電気料金の上昇による影響にも注視



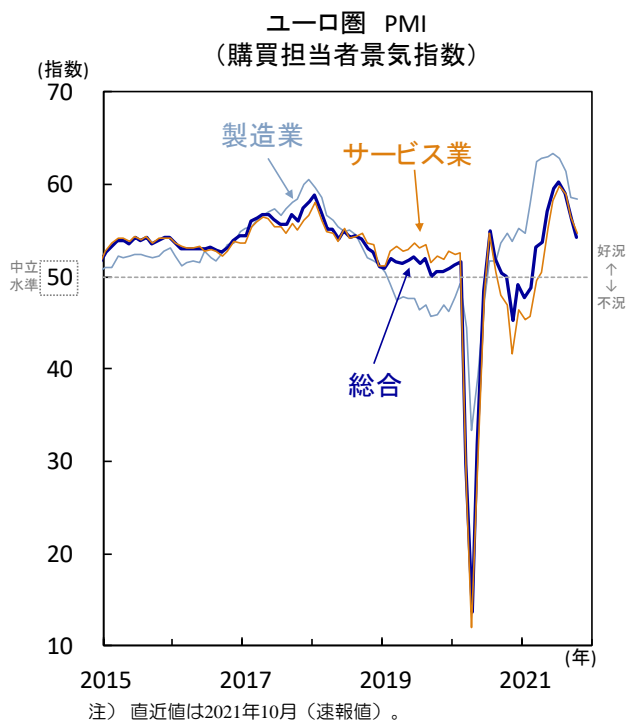
出所) Eurostatより当社経済調査室作成

【図5】ユーロ圏 消費者心理はやや慎重化、冬場にかけての新型コロナ感染状況やインフレ加速に懸念



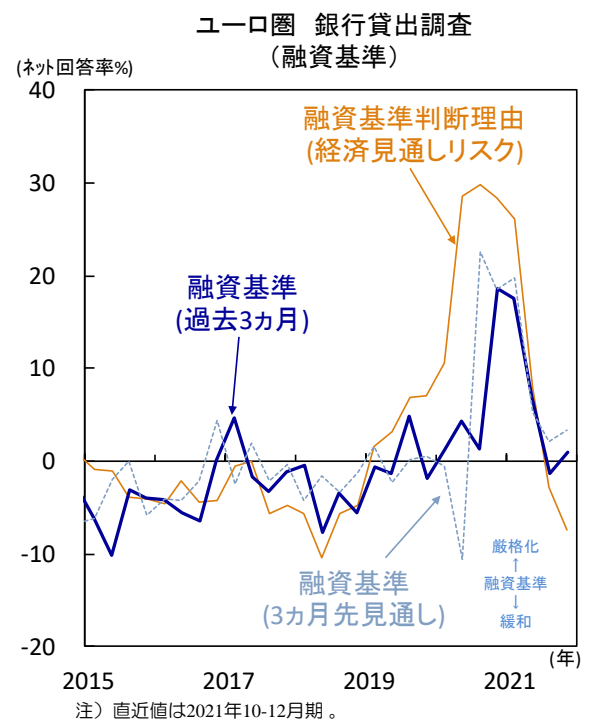
出所) EC(欧州委員会)より当社経済調査室作成

【図4】ユーロ圏 企業景況感は足元も引続き、好水準を維持も低下基調が継続



出所) マークイットより当社経済調査室作成

【図6】ユーロ圏 経済再開が進む中、銀行の融資基準は10-12月期も緩和的



出所) ECB(欧州中央銀行)より当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通しーオーストラリア

2021年11月

## オーストラリア(豪)経済

## 経済も金融政策も正常化へ前進

## 行動制限が緩和され景気は持ち直しへ

2021年7-9月期のGDP成長率は新型コロナ感染拡大を受け主要都市で都市封鎖が実施されたため、大幅なマイナスに転じた見込みです(図1)。国内の新型コロナ新規感染者数は高水準にありますが、小売店・娯楽施設などへの人出は徐々に回復しつつあります。景況感は改善しており都市封鎖が解除され行動制限が緩和される中、景気は底打ちが見込まれます(図2)。政府はワクチンの接種状況に応じて行動制限を緩和する方針であり、接種率8割が視野に入中、景気は一段と回復する見込みです。

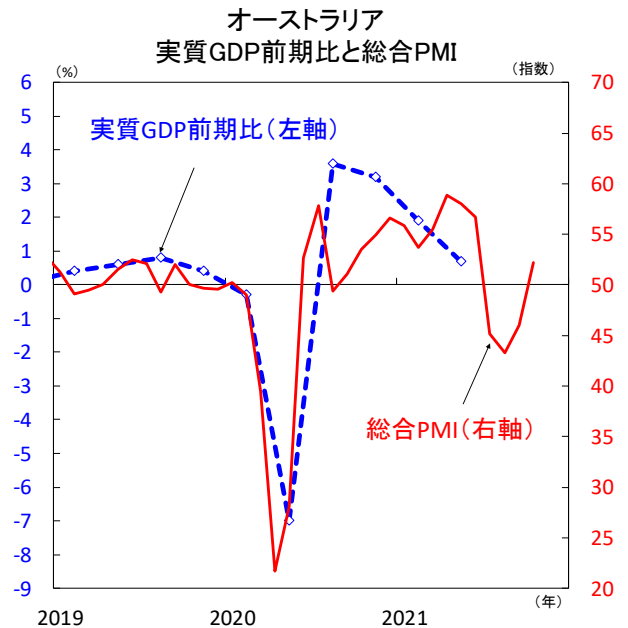
中国経済の減速が警戒される中、主要輸出品である鉄鉱石の価格が下落するなど海外景気の不透明感が高まっています。ただし、貿易収支は8月に石炭・LNG輸出の寄与で過去最大の黒字を記録するなど改善しており(図3)、今のところ中国経済減速は豪州経済への大きな打撃とはなっていません。10-12月期以降は金融緩和、財政支援策に支えられ、消費主導の回復が続く見通しです。

## 豪中銀は利上げについて依然慎重

豪中銀は10月5日の金融政策決定会合で現行の政策を据え置きました。国内経済については新型コロナ感染拡大により回復は後ずれするも、回復路線から逸脱していないと判断。金融政策については賃金上昇率が現水準を大幅に上回り、労働需給が十分に引き締まる事を利上げの条件とし、条件が整うのは2024年以降としています。物価については世界的な供給網寸断による影響は限定的とし、物価上昇を過度に懸念していない事が示されました(図4)。

物価は予想よりも上振れ始め、市場の期待インフレ率は上昇していますが、豪中銀は賃金上昇率が加速するまで低金利政策を維持する構えです。国債購入は週当たり40億豪ドルに減額し少なくとも2022年2月まで継続する方針であり、その後は半年程度かけ更に減額し債券購入を終了するとみえています。政策正常化を受け長期金利は上昇していきます(図5)。低金利政策の長期化で住宅価格が一段と上昇しており(図6)、家計債務の増加や投資過熱が懸念されれば利上げ観測は高まるとみえています。(向吉)

【図1】7-9月期のGDP成長率はマイナスに、10-12月期以降は行動規制緩和を受け回復へ



注) 実質GDP(四半期データ)が2021年4-6月期、総合PMI(月次データ)が同年10月。

出所) オーストラリア統計局、CBAより当社経済調査室作成

【図2】コロナ感染拡大の影響で景況感が悪化、ワクチン接種進展を受けて回復へ



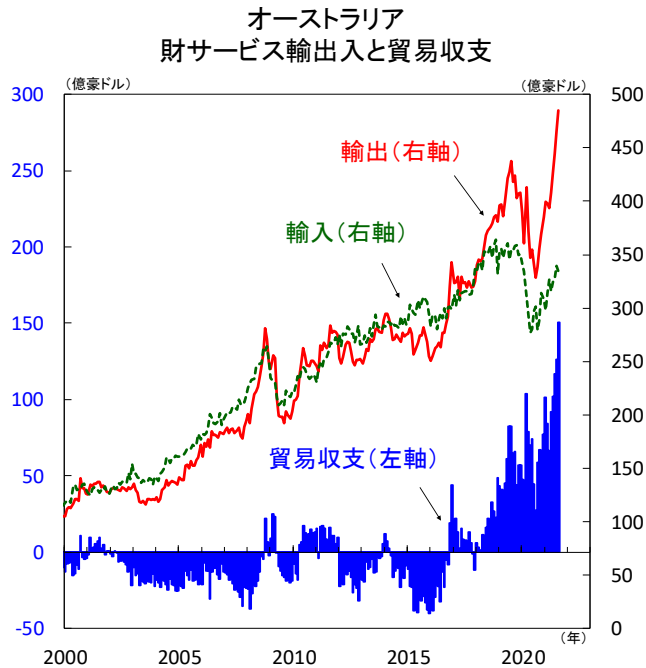
注) 直近値は企業信頼感が2021年9月、消費者信頼感が同年10月。

出所) ウェストパック銀行、NABより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通しーオーストラリア

2021年11月

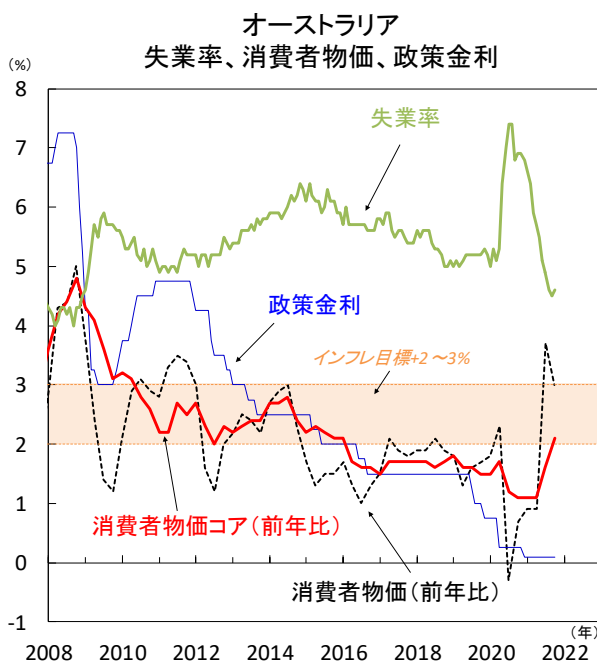
【図3】貿易黒字は過去最高、  
石炭・天然ガスなどの資源輸出が伸びる



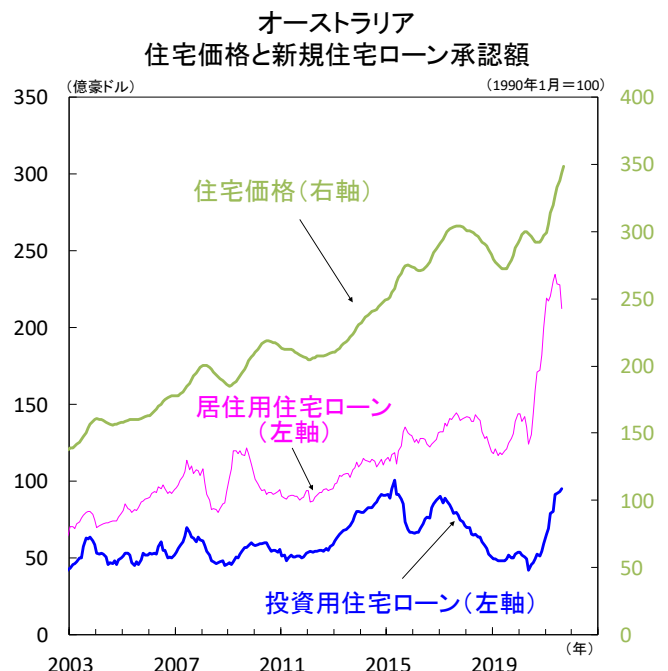
【図5】長期金利は反転上昇、  
経済・金融政策の正常化を織り込む動き



【図4】消費者物価は供給制約の影響で上昇、  
コアインフレ率は約6年ぶりに豪中銀の目標レンジ内



【図6】低金利を背景に住宅価格が上昇加速、  
居住用・投資用共に新規住宅ローンが急増



## ② 各国経済見通し - 中国

2021年11月

## 中国経済

来年の共産党大会で3期目目指す習政権、  
景気軟着陸に向け重い腰を上げるか注視

## 不動産市場の減速に電力不足問題が追い打ち

中国が景気減速基調から抜け出せずにあります。直近2021年7-9月期の実質GDPは前年比+4.9%へ事前予想以上に鈍化(図1)、月次指標では、鉱工業生産が8月:前年比+5.3%→9月:+3.1%と失速、都市部固定資産投資(年初来)も、頼みのインフラが同+2.9%→+1.5%と低調、全体でも同+8.9%→+7.3%と減速感が目立ちました(図2)。

やはり中国大手不動産会社・恒大集団の債務問題の背景にもある、不動産市場の調整が続いている点が大きいです(図3)。例えば、建設中と販売の床面積を単純比較しても、需給バランスが大きく崩れており過剰感が否めません(図4)。来年の共産党大会を控え、同市場の過熱抑制は中長期的に必須の課題です。ただし、短期的には景気の重要なエンジン役を担う同市場の軟着陸も求められます。過去2回の党大会年前後の不動産市況を振り返ると、2012年は失速回避、2017年は過熱抑制と方向感こそ違え、市場の安定化に腐心した経緯もあります。

## 試練続く中国、デルタ変異株拡大懸念も再燃

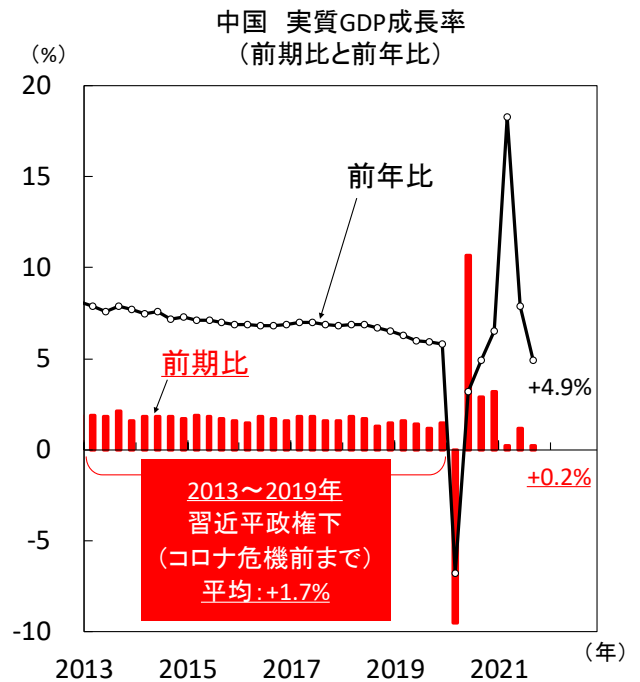
不動産市場減速に悩む中国経済に追い打ちをかけたのが電力不足の問題です。脱炭素つまり温暖化ガス排出抑制に向けた中央政府の号令が、石炭火力に頼る中国で局所的な電力危機に発展、生産面ではエネルギー多消費型の重厚長大産業中心に強い逆風となりました(図5)。脱炭素で次代の世界をリードしたい思惑があるとはいえ、中央・地方政府とも冷静な対応が必要と言えます。

さらに頭を悩ますのが一向に点火しない個人消費です(図2)。今夏以降、散発的に新型コロナ集団感染が発生(10月は内陸の甘粛省や内蒙古自治区で拡大)、ゼロコロナを基本とする中国では、事あるごとに活動制限を強化せざるを得ず(10月末予定の北京マラソンを急遽中止)、国慶節の観光消費も期待を裏切りました(図6)。

11月8-11日の六中全会※、12月の中央経済工作会议に向け、当局から景気配慮の方針が示されない限り、市場に充満する景気不安の払拭は困難と言えます。(瀧澤)

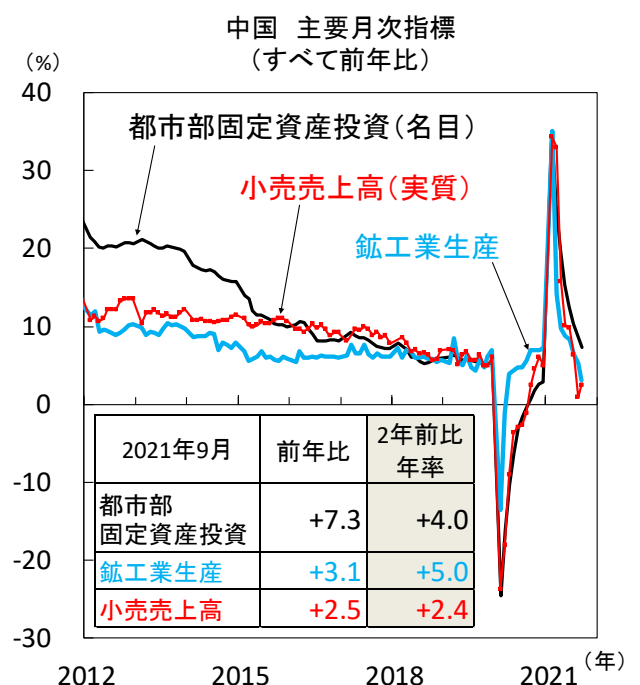
※第19期中央委員会第6回総会の略称、共産党100年の成果と歴史総括が主要議題か

【図1】7-9月期の実質GDPは節目の前年比5%割れ、  
前期比で見ても弱く景気不安を助長する内容



出所) 中国国家統計局より当社経済調査室作成

【図2】伸び率の鈍化が続く国内生産・投資、  
実質小売売上高は減速一服も心もとない状況



出所) 中国国家統計局より当社経済調査室作成

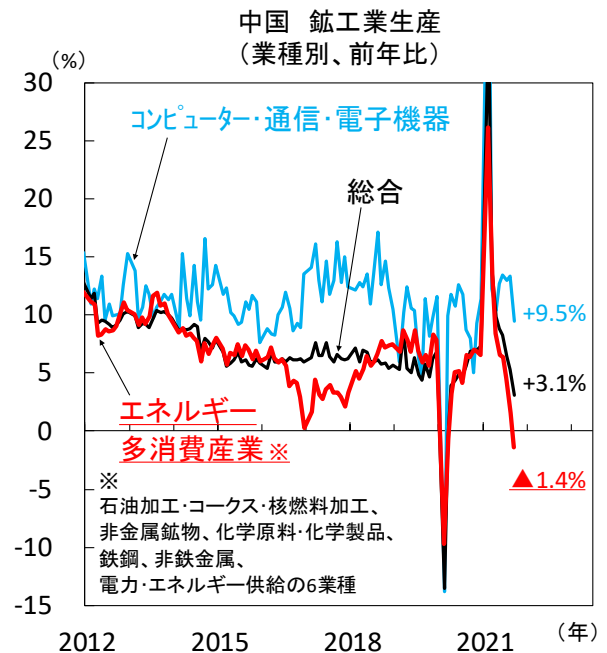
## ② 各国経済見通し－中国

2021年11月

【図3】中国景気の命運握る不動産市場、  
同市場への引き締めが続く間、景気は厳しいか

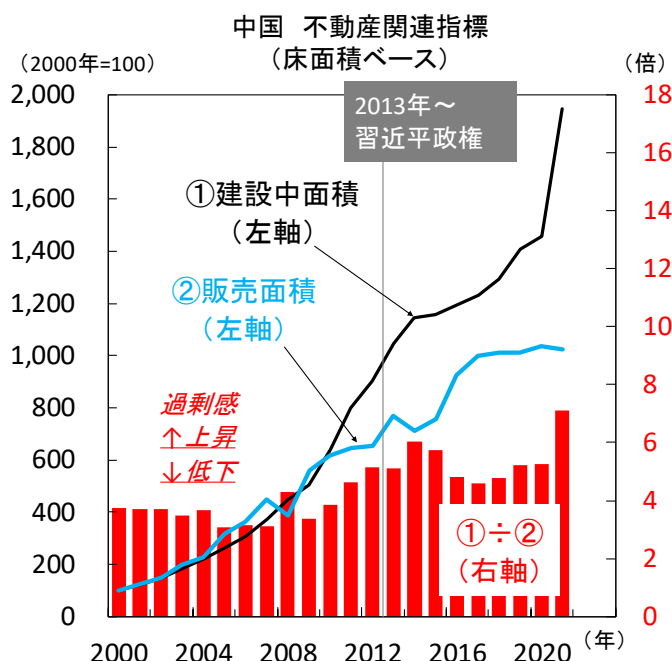
注) 不動産着工床面積は年初来ベース。  
直近値は2021年9月時点。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図5】不動産規制、資源高の次は電力不足、  
エネルギー集約型産業にはかなりの重石に

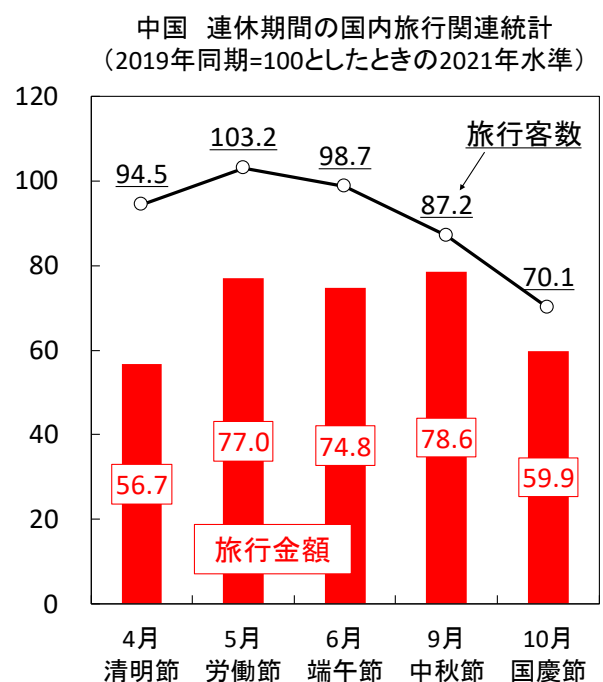
注) ここでは上記6業種をエネルギー多消費型産業と分類。  
6業種の生産伸び率を工業売上高(2012-2021年累計)で加重平均した値。  
直近値は2021年9月時点。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図4】過熱に拍車かかっていた中国の不動産開発、  
恒大集団の債務を巡る問題は氷山の一角か

注) ①②の指数化は当社経済調査室。①÷②は床面積ベースで算出。  
直近値は2021年(2021年は同年1-9月累計の年換算値)。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図6】国内感染不安の払拭には時間も、  
いまだ盛り上がり欠く国内レジャー消費

出所) 中国文化和旅游部より当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し—インド

2021年11月



## インド経済

## 金融緩和の正常化に動く準備銀行

## 低下した消費者物価は今後反転する見込み

物価は足元で鈍化しています。9月の総合消費者物価が前年比+4.3%(8月+5.3%)と6月の+6.3%より急低下(図1)。食品が同+1.6%(同+3.7%)と低下した影響です(図2)。野菜が同▲22.5%(同▲11.7%)と下げ幅を拡大。玉ねぎやジャガイモの落込みによります。一方、コア物価は同+5.8%(同+5.9%)と高位。衣服・履物、家庭用品、保健、運輸通信、娯楽など幅広い項目が高止まりました。

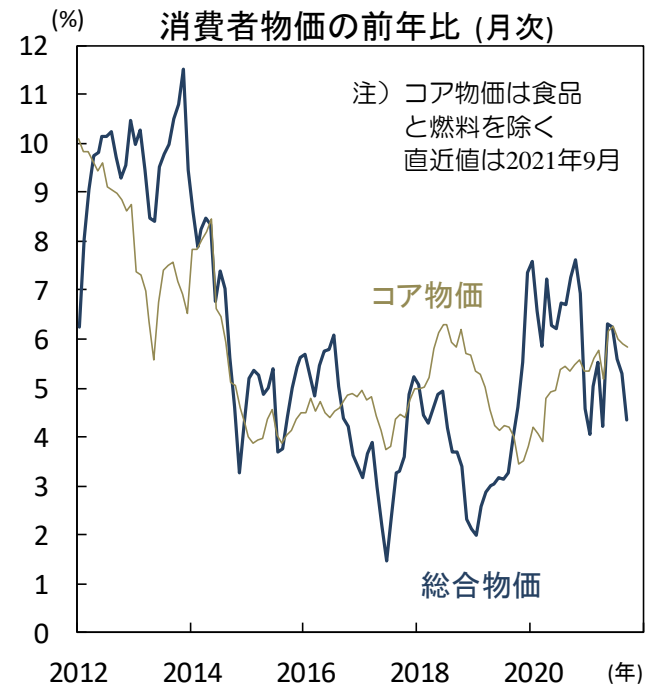
物価目標の中央値(+4%)近くへ低下した総合物価。しかし、今後は上昇率が加速するでしょう。ガソリンは同+22.3%(同+24.0%)と高位。10月初以降は小売価格が上昇(図3)、輸送コストの上昇による二次波及も避けられません。玉ねぎやジャガイモの小売価格も10月初より上昇。感染収束と市民生活の正常化もサービス物価を押し上げています。一方、供給制約のため生産活動の正常化による財物価の沈静化は未だ実現していません。足元の物価を押し下げるベース効果は来年初にはく落する見込み。総合物価は来年1-3月にかけて+6%弱まで上昇し、今年度(～2022年3月)では+5%前半となると予想されます。

## 金融緩和の正常化に向けて流動性を吸収

インド準備銀行(RBI)は、政策金利を史上最低の水準に保ちつつ金融緩和の解除に向けて前進。10月8日の会合では政策金利を4%に維持し(図4)、政策姿勢を「緩和的」に保つことで早期の利上げがないことを示唆しました。

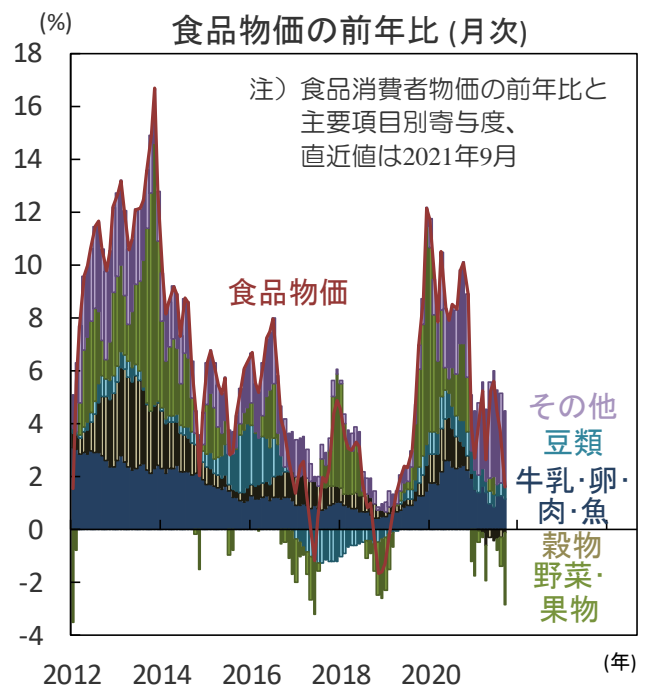
10月27日の銀行間翌日物金利は3.23%と政策金利の4%より低位。金利コリドー下限のリバース・レポ(RRP)金利が3.35%まで引下げられ(通常は政策金利-0.25%ptの3.75%)、多額の流動性が供給されていることが背景です(図5)。将来利上げを始める前に、流動性を吸収しRRP金利を正常化して市場金利を政策金利(レポ金利)近くまで引上げることが必要です。今回、RBIは流動性の吸収に向けて前進。国債買入(GSAP)を休止し、14日物変動金利リバース・レポ(VRRR)入札による資金吸収額を段階的に上げました。RBIは次回12月と来年2月の会合でRRP金利を引上げて金利コリドーを正常化し、来年2月の会合では政策姿勢を「中立」に変更した上で来年4月以降に政策金利引上げの機会を探ると予想されます(図6)。(入村)

【図1】総合消費者物価は+4%台まで鈍化、  
コア物価は+6%弱の水準に高止まり



出所) インド中央統計局、CEICより当社経済調査室作成

【図2】野菜・果物がマイナスの伸びとなり  
食品物価の伸び率を押下げ

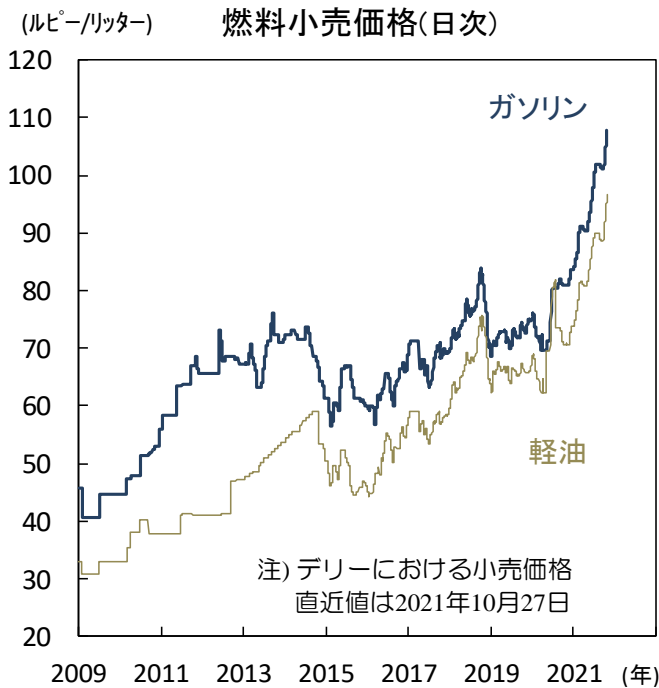


出所) インド中央統計局、CEICより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し—インド

2021年11月

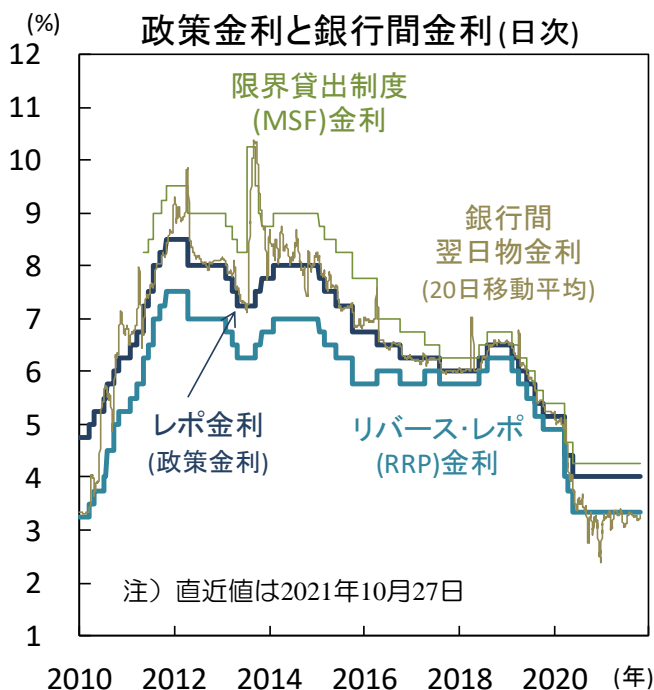
【図3】 ガソリンや軽油など自動車用燃料の小売価格は10月初以降も上昇



【図5】 準備銀行が供給する多額の流動性が銀行間の短期金利を押し下げ



【図4】 政策金利を史上最低の4%で据え置き  
銀行間金利は政策金利を下回る水準



【図6】 先物市場は3ヵ月以内に短期金利が上昇し、  
1年以内に政策金利が上げられると予想



## ② 各国経済見通し—ブラジル

2021年11月



## ブラジル経済

供給制約やインフレが重しになり  
景気は鈍化

## 8月は生産と小売ともにマイナスの伸び

足元で景気は鈍化しています。2021年4-6月期実質GDPは前年比+12.4%(1-3月期+1.0%)と急伸びしましたが、主に前年同期の落ち込みの反動によるもの。前期比年率では▲0.22%(1-3月期+4.9%)と軟調でした(図1)。ワクチン接種が進展し経済活動の正常化が進むものの、雨不足による発電量の低迷や世界的な供給制約が重しとなりました。

7月以降の景気指標も軟調です。8月の鉱工業生産は前月比▲0.7%(7月▲1.2%)と市場予想の▲0.3%を下回りました(図2)。2021年2月以降8カ月のうち7カ月で低下し、低下基調にあります。世界的な供給制約から、自動車生産の低下が目立ちました。足元のエネルギー価格の上昇は、今後も生産の下押し要因になるとみられます。

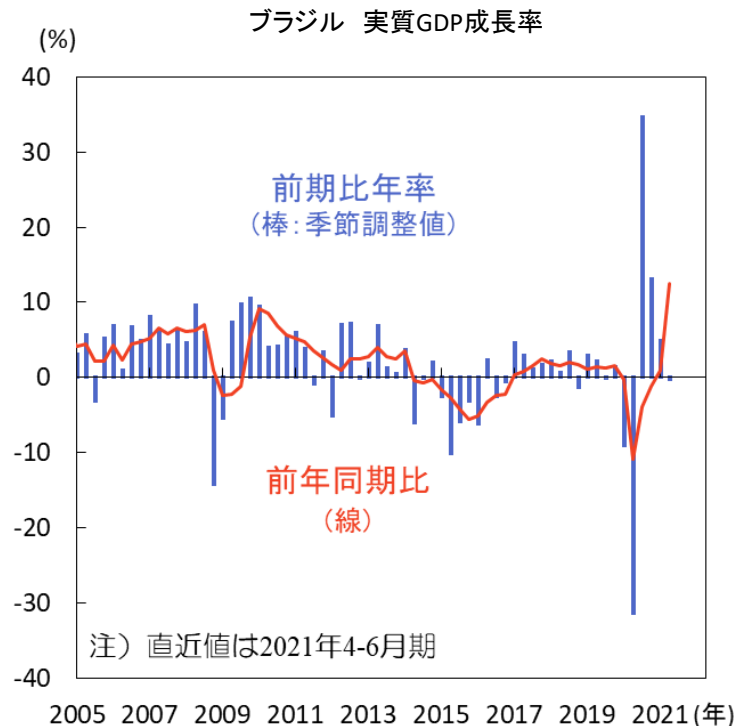
8月の小売売上高はコア(自動車と建材を除く)が前月比▲3.1%(7月+2.7%)と市場予想の+0.7%を下回り、2カ月ぶりに反落しました(図3)。特に食料品や燃料等のインフレが消費者心理を抑制し、下押し要因となりました。

## インフレが加速する中、利上げ幅を拡大

景気が軟調な中でも物価は上昇しています。9月の総合消費者物価は前年比+10.25%(8月+9.68%)と、2021年のインフレ目標の上限5.25%を7カ月連続で上回っています(図4)。雨不足と足元の燃料価格上昇を受け、管理価格(電気料金、健康保険、石油製品等)が市場価格に対し大きく上昇しインフレを牽引しています(図5)。特に家庭用電力の上昇が同+28.82%(同+21.08%)と目立ちました。年内はこの状況が続き、インフレは高止まるとみられます。

ブラジル中銀は2021年10月下旬の金融政策決定会合(COPOM)で1.50%ptの利上げを実施し、政策金利(Selic金利)を7.75%に引き上げました(図6)。COPOMは2021年3月から利上げを開始し、3,5,6月には0.75%ptずつ、8,9月に1.00%ptずつ利上げしてきました。インフレと低所得世帯向けの現金給付拡充による景気刺激効果を考慮し、引き締めを図ったとみられます。今後の金利見通しは年内に8.75%(前回見通し8.25%)、2022年に9.75%(同8.75%)へ引き上げ、と大幅に上方修正されました。利上げの効果が浸透し今後も景気は勢いを欠くと予想されます。(松本)

【図1】 GDP成長率は前年比+12.4%  
ベース効果大きく前期比年率ではマイナス



出所) ブラジル地理統計院より当社経済調査室作成

【図2】 エネルギー価格の上昇や供給制約により  
8月の鉱工業生産は引き続き低下基調



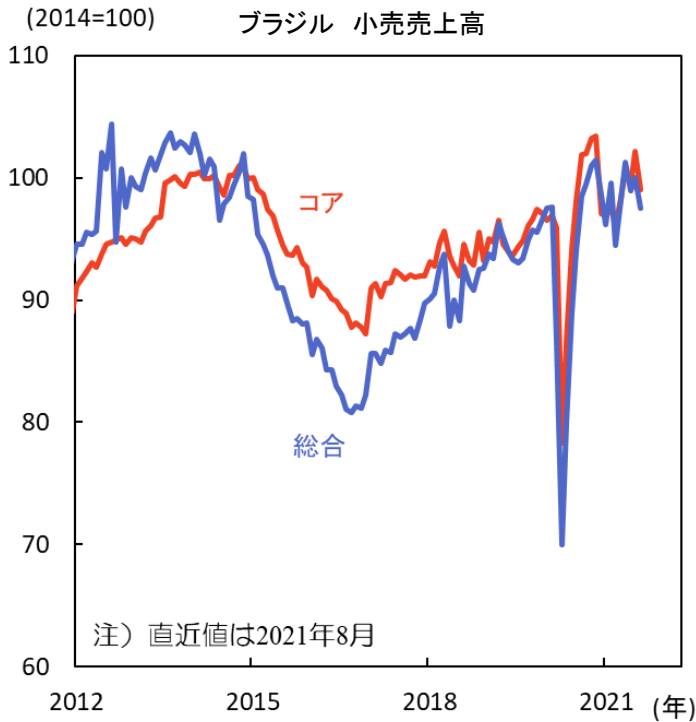
出所) ブラジル地理統計院より当社経済調査室作成



## ② 各国経済見通し—ブラジル

2021年11月

【図3】8月小売売上は鈍化、  
食料・燃料価格の上昇で消費者心理が悪化



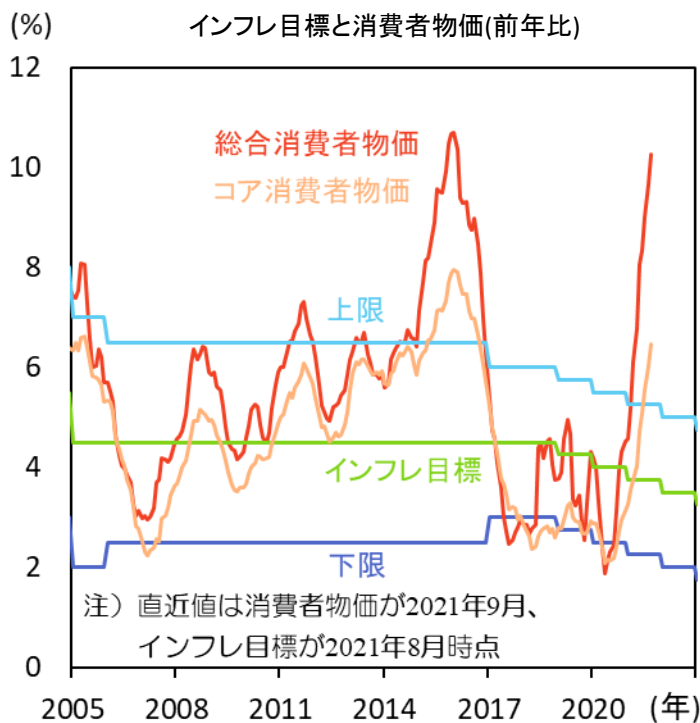
出所) ブラジル地理統計院より当社経済調査室作成

【図5】燃料価格と電気料金の上昇に伴って  
管理価格が伸び総合物価を押し上げ



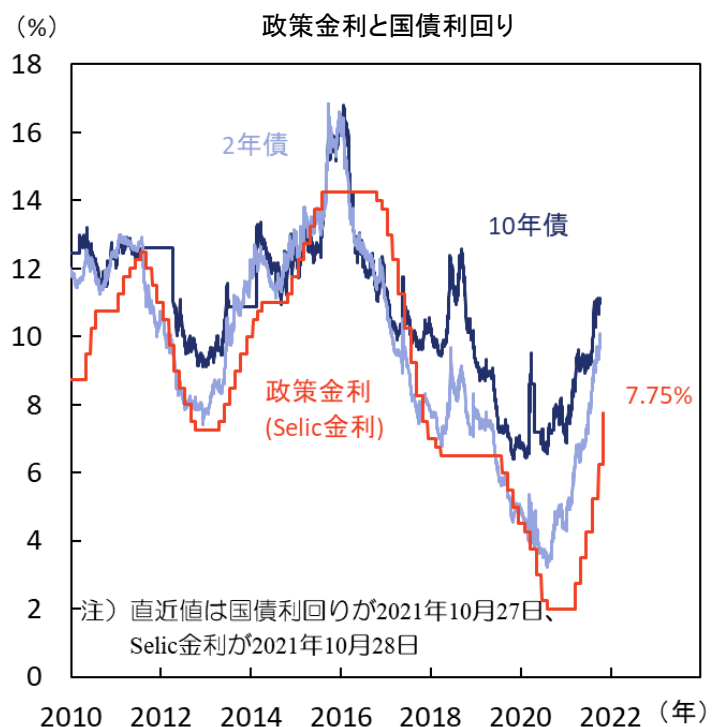
出所) ブラジル地理統計院より当社経済調査室作成

【図4】軟調な景気の下でもインフレが加速  
中銀のインフレ目標上限を大幅に上回る



出所) ブラジル中銀、ブラジル地理統計院より当社経済調査室作成

【図6】政策金利を7.75%に引き上げ、今年中に8.75%へ  
前回見通しを上回る利上げ幅



出所) ブラジル中銀、Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－株式

2021年11月

## 世界

## 10月の株式市場は多くの国で堅調地合い

10月の株式市場は堅調でした（図1上・下）。先進国では米国が全体をけん引。米景気的良好さに加え、事前予想が慎重だった主要企業の2021年7-9月期決算発表が順調に消化されたことも追い風となりました。他方、日本は反落。岸田新政権の改革期待後退や衆院選を控えた不透明感が重石となった模様です。新興国ではブラジルが軟調。9月のインフレ率が10%を超えた点も悪材料でした。

## インフレ懸念と中国景気不安の緩和が鍵に

各国とも経済正常化に伴う企業業績回復期待は高いものの、リスク要因として物価高と中国景気減速が挙げられます。前者は原油など原材料価格高騰（コスト高）の一方、製品価格への転嫁が容易でなく収益圧迫懸念を高めやすく、後者は世界経済に対する中国の寄与が大きいいため、市場が固唾をのんで見守る状況です。両者への懸念が和らぐまで神経質な相場が続きそうです。（瀧澤）

## 日本

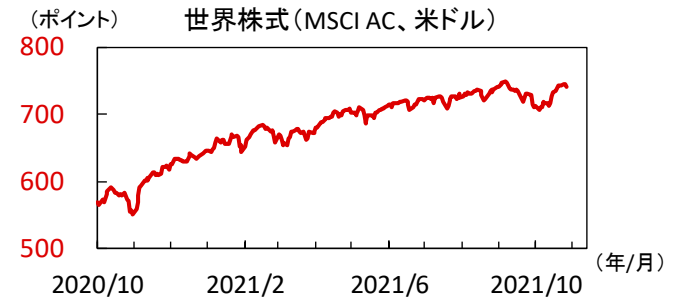
## 日経平均株価は方向感の出難い展開

10月の日経平均株価は前月末比1.2%下落しました（～27日）。上旬は岸田新首相が言及した金融所得課税の引上げ案に加え、米債務上限問題や中国不動産規制など海外要因も懸念され、軟調な展開が続きました。その後は堅調な米株を受けリスク選好が強まるなか、円安ドル高に伴う輸出企業の業績改善期待やワクチン普及に伴う経済再開期待等を背景に株価は持ち直しに転じました。

## 当面は生産活動や政局動向に注視

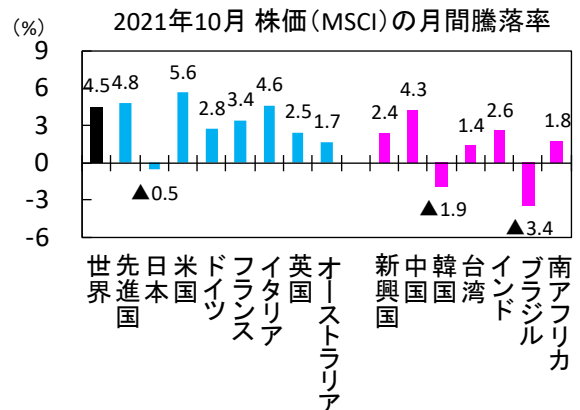
TOPIXの予想EPSは高水準を維持しており、国内企業の業績予想は良好です。また、ドル円レートは現在の113円台で推移すれば企業の想定為替レート（2021年度：107.64円）を上回り、業績上振れ要因になります。当面は業績面が株価を下支えし、底堅い展開が続くとみえます。ただし、中国景気減速や供給制約の長期化で生産活動が減速する可能性のほか、衆議院選を経て政局不安定化リスクが増した場合などには注意が必要と考えます。（田村）

【図1】米国が主導する形で世界的な株高基調継続



注) 直近値は2021年10月27日時点。

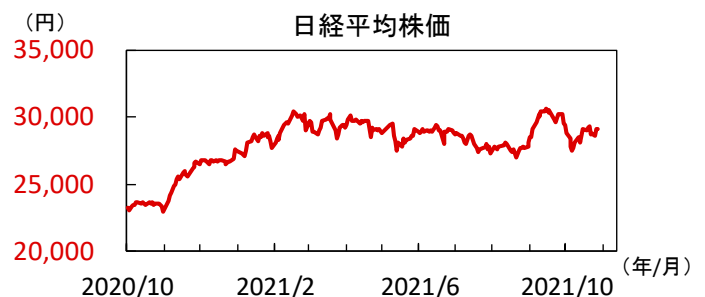
出所) MSCI、Refinitivより当社経済調査室作成



注) 現地通貨（地域別は米ドル、中国は香港ドル）ベース。10月27日時点。

出所) MSCI、Refinitivより当社経済調査室作成

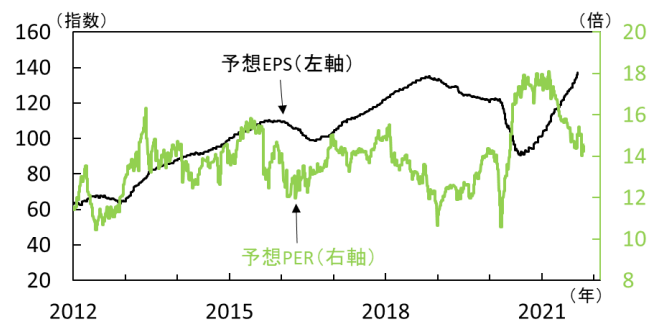
【図2】業績予想は良好で株価を下支え



注) 直近値は2021年10月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## 日本 TOPIX 予想EPSとPER



注) 直近値は2021年10月26日。12ヵ月先予想を使用。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－株式

2021年11月



## 米国

## 堅調な企業業績を受け、米株は最高値更新

10月のNYダウは+4.9%（～27日）と上昇。月初は米連邦政府の債務上限問題先送りで投資家心理が改善しましたが、その後はインフレ高進や供給網の混乱から景気減速懸念が高まり、株価は一時調整。世界的な金融政策正常化観測も株式市場の重石になりました。他方、月後半にかけ本格化した7-9月期決算発表では好業績が相次ぎ、NYダウ、S&P500ともに連日で最高値を更新しました。

## 金融政策正常化局面で、株高は維持できるか

世界的な供給制約やインフレ長期化は逆風も、米国景気は概ね回復軌道を辿っており、当面はリスクオン基調が継続するとみえます。他方、米FRB（連邦準備理事会）は金融緩和修正局面を迎えています。金融正常化観測に伴う金利急騰は景気や投資家心理を冷やす可能性が高く、米経済の底堅さとインフレを制御しつつ軟着陸できるのか、FRBの手腕が株式市場を左右しそうです。（三浦）



## 欧州

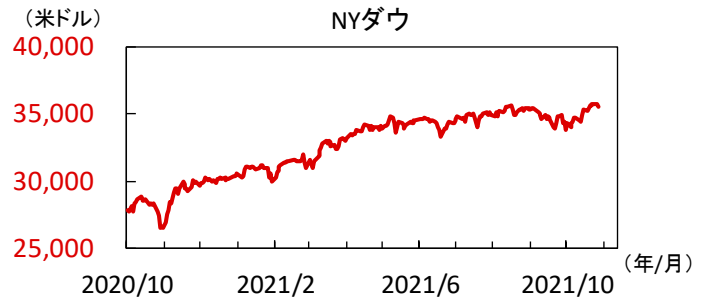
## 良好な企業決算を受けて市場心理は好転

10月のストックス・ヨーロッパ600指数は+4.2%（～27日）と大きく反発しました。月初は、中国景気・不動産市場を巡る不透明感やスタグフレーションへの懸念等から上値の重い展開に。しかし、中旬以降、良好な7-9月期企業決算を受け、市場心理は好転。加えて、米国の9月物価指標が市場予想を下振れしたことから、過度なインフレ懸念が後退したことも株式相場上昇の追い風となりました。

## 引続き景気回復期待が株式相場を下支えか

欧州主要国では新型コロナ感染状況が安定的に推移し、景気回復基調は不変。業績改善期待による株式相場の下支えが期待されます。一方、供給制約やインフレ加速、冬場にかけての新型コロナ感染再拡大リスクへの懸念は燦り、業績回復ペースは鈍化の見込み。ECB（欧州中央銀行）による金融緩和縮小観測も相まって、株式相場は底堅くも上値は限定的に留まりそうです。（吉永）

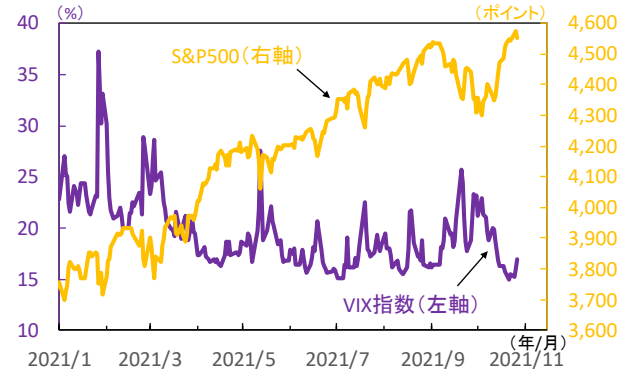
【図3】株式市場のリスク警戒度は低下



注）直近値は2021年10月27日時点。

出所）Refinitivより当社経済調査室作成

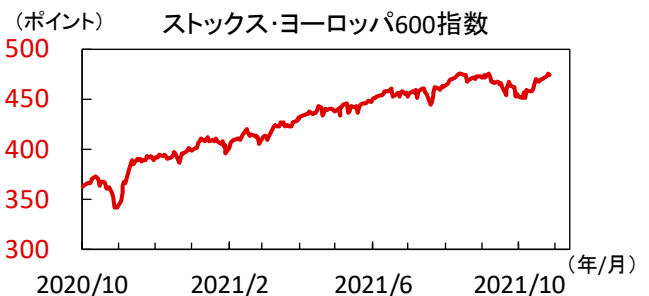
米国 S&amp;P500とVIX指数（ボラティリティ指数）



注）直近値は2021年10月27日。

出所）FRB、Bloombergより当社経済調査室作成

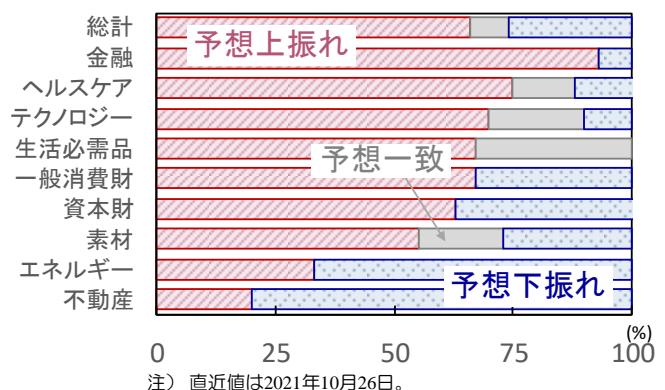
【図4】7-9月期企業決算是好調



注）直近値は2021年10月27日時点。

出所）Refinitivより当社経済調査室作成

ストックス・ヨーロッパ600指数 7-9月期決算（対事前予想）



注）直近値は2021年10月26日。

出所）Refinitivより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－債券

2021年11月

## 世界

## 10月は資源・新興国で金利上昇が目立つ

10月の債券市場は世界的な金利上昇を受け軟調な展開でした（図1上・下）。先進国では米国に比べ金利上昇が目立ったオーストラリアが弱含み、新興国では10月に6会合連続で利上げを決定したロシア、コロナ危機後初の利上げを実施したポーランド、中銀人事混乱や予想外の大幅利下げ（による市場の信認低下）などが材料視されたトルコで金利上昇が早まり、相場が下押しされました。

## インフレリスクで新興国は一段と苦境に

11月に米国が金融緩和修正へ舵を切ることが確実視されるなか、世界的な金融緩和修正の流れが一段と鮮明化しそうです。ただしその背景は、先進国では低すぎる金利水準の正常化、新興国ではインフレ加速抑制とやや異なります。新型コロナ感染が急増するロシアを含め、感染収束の遅れる新興国ではインフレ対応も後手に回っている印象があり、市場評価も劣勢と言えます。（瀧澤）

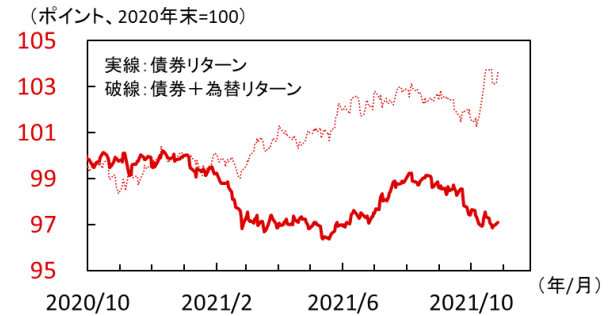
## 日本

## 10月は米長期金利上昇や国債増発懸念で上昇

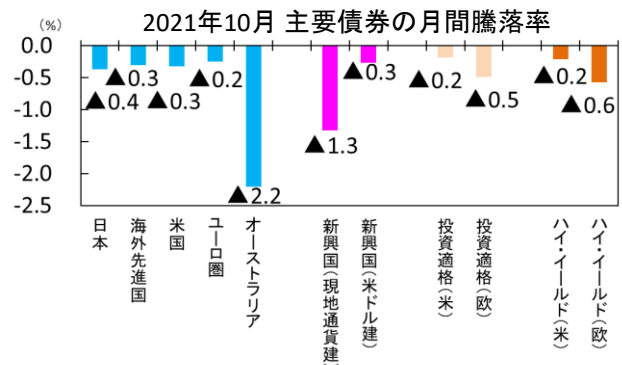
10月の10年債利回りは前月末から0.03%上昇しました（～27日）。原油高に伴う世界的なインフレ懸念や米金融緩和修正観測等を背景に米長期金利が上昇し、国内金利にも上昇圧力が波及しました。加えて、10月末に衆院選を控え、政府の経済対策が大規模化するとの見方が強まるなか、国債増発懸念が債券売りに繋がりました。

## 米長期金利や経済対策の行方に注目

当面は米長期金利に左右される展開が続くそうです。米インフレ高進や米金融緩和修正観測など米金利上昇時には国内金利も上振れる可能性があります。加えて、足元で国債増発懸念が強く、経済対策の規模等は注目材料とみまます。他方、9月全国消費者物価（生鮮食品除く）は前年比+0.1%と低位で推移しており、日銀による金融緩和の長期化が見込まれるなか、金利上昇時には国債の押し目買い需要は根強いと考えています。（田村）

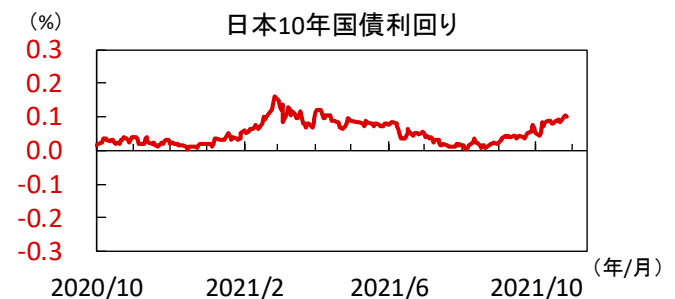
【図1】10月は世界的な金利上昇に押される地合いに  
世界債券指数

注) FTSE WGBIのトータルリターン・インデックス。  
為替リターンは円。直近値は2021年10月26日時点。  
出所) FTSE、Bloombergより当社経済調査室作成



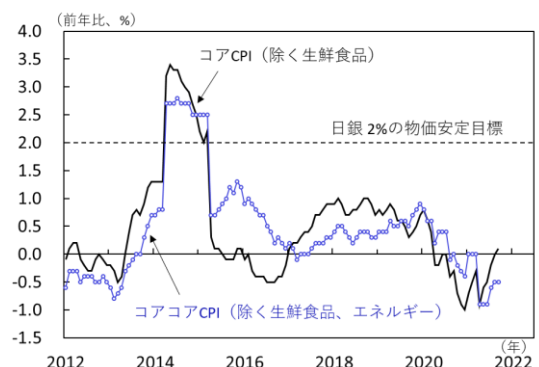
注) 現地通貨ベース。対象インデックスは28頁をご参照。10月26日時点。  
出所) FTSE、ICE、JPモルガンより当社経済調査室作成

【図2】10年債利回りは一時0.1%台まで上昇



注) 直近値は2021年10月27日時点。  
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## 日本 全国消費者物価



注) 直近値は2021年9月。

出所) 総務省より当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－債券

2021年11月



## 米国

## 10年国債利回りは一時1.7%を上回る

10月の米10年国債利回りは上昇。米景気の改善期待が高まる中、株などリスク資産価格が上昇し、相対的に安全資産とされる米国債の重石となりました。また、原油など商品相場の上昇を背景としたインフレ長期化懸念や世界的な金融政策正常化観測から長期金利の先高観は根強く、一時1.7%台に上昇。月末にかけては、短期的に売られすぎとの見方から持ち高調整の買いも見られました。

## 金利を左右するのは、金融政策か景気動向か

市場ではインフレ長期化をうけて、来年の利上げ開始が急速に織り込まれており、足元では金利予想に反応しやすい短・中期国債の利回りが急上昇しています。11月からは米FRB（連邦準備理事会）が国債購入額の縮小（テーパリング）を開始する見通しとなる中、景気が底堅い回復を続け、長期・超長期主導の金利上昇（＝「良い金利上昇」）となるのか、注目しています。（三浦）



## 欧州

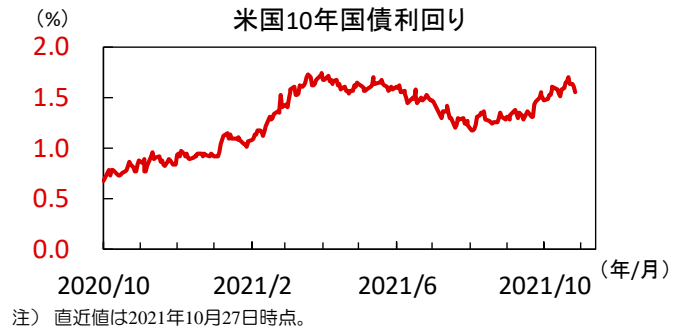
## 一段と強まる金融政策正常化観測

良好な資金調達環境は維持可能として、ECB(欧州中央銀行)は10月より、PEPP(パンデミック緊急購入プログラム)の購入ペースを減速。域内景気の回復基調は続き、経済再開に伴う供給制約からユーロ圏の9月消費者物価は約13年ぶりの高い伸びを記録。ECBが金融政策の正常化に着手するとの見方は一段と強まり、ドイツ10年国債利回りは、一時▲0.1%を割り込む水準まで上昇しました。

## 過度な金融政策正常化期待は是正か

ECBが金融政策正常化に進むとの観測は根強く、市場の期待インフレ率はECBの物価目標(+2.0%)を超過し、一部では利上げ観測も浮上。域内金利は高水準での推移を続けそうです。しかし、ラガルドECB総裁は依然、金融緩和縮小には慎重姿勢を示しており、一部ECB高官は市場の過度な正常化観測を懸念。10月政策理事会では市場観測の抑制に踏み切る可能性もあり、過度な金融政策正常化観測が是正される可能性に注意が必要です。（吉永）

【図3】長期・超長期よりも短中期国債利回りが上昇



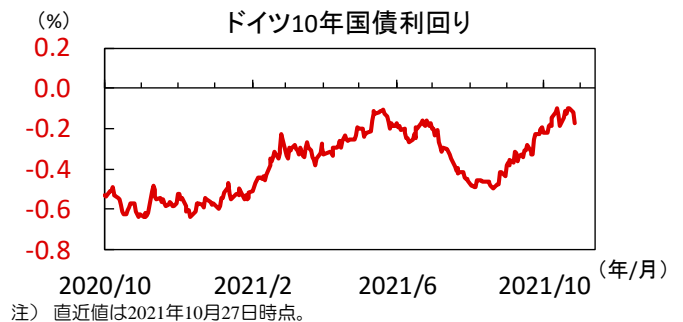
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## 米国 利回りスプレッド



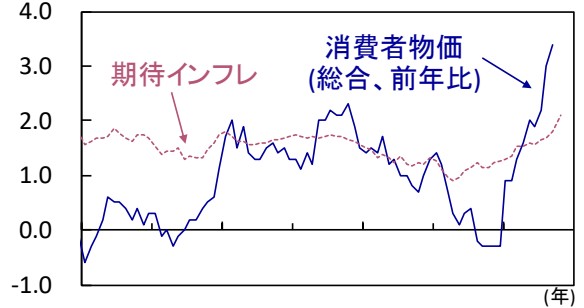
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】市場の期待インフレはECBの物価目標に到達



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## ユーロ圏 消費者物価と期待インフレ (5年先5年物インフレーション・スワップレート)



出所) Eurostat, Refinitivより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－為替

2021年11月

## 世界

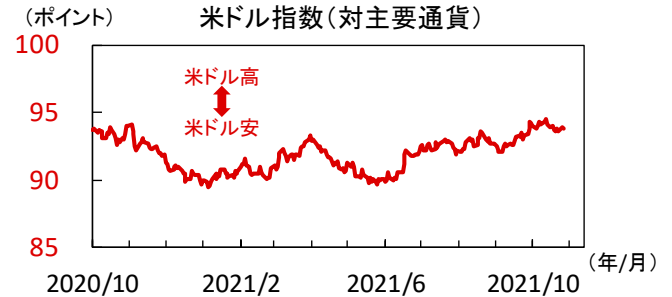
## 10月はリスク選好を反映した相場展開に

10月の米ドル指数（対主要6通貨）は9月末比▲0.5%（10月27日時点）と下落（図1上・下）、総じて見ればリスク選好を背景に円く米ドルくその他通貨、の展開でしたが、資源高もあり豪ドルやNZドルが相対的に堅調でした。新興国ではブラジルレアルやトルコリラが軟調。前者は国内財政を巡る政治対立、後者は同国大統領による中銀幹部解任や予想外の利下げなどが嫌気されました。

## 景気支援と物価安定の狭間で揺れる中央銀行

経済正常化に伴う需要増の一方、人手不足など供給体制が整わず、各国ともインフレ圧力が根強い環境です。ただし、感染収束が遅れ経済完全復調まで距離のある国ほど今後景気に配慮し利上げを躊躇する場面も訪れそうです。トルコの例が示すように軽率な政策発動は、市場の信認を失い通貨安を加速させるリスクもはらみます。当局の舵取りは一段と難しさを増しそうです。（瀧澤）

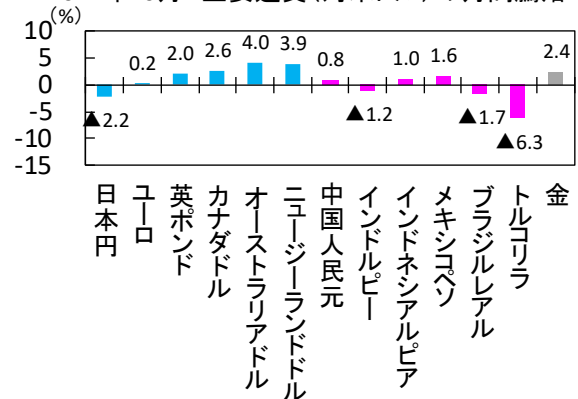
【図1】10月はリスク選好の下、豪ドル・NZドル堅調



注) 直近値は2021年10月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

2021年10月 主要通貨（対米ドル）の月間騰落率



注) 10月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## 米ドル

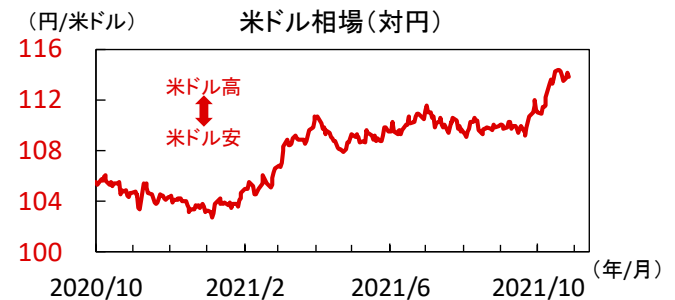
## 金融緩和修正観測から円安ドル高が進行

10月の名目実効ドル（貿易加重の主要為替レート）は小幅に下落した一方、対円では円安ドル高が加速しました。米FRB（連邦準備理事会）による早期利上げ観測の高まりから米長期金利が上昇し、ドル円は一時1\$=114円後半まで上昇。その後は利益確定売りに加え、中国不動産大手を巡る懸念が再浮上し、リスク回避の円買い・ドル売りがやや優勢に。下旬は113円台を推移しました。

## ドル円は底堅い展開を予想

商品価格上昇や供給制約を背景にインフレ高進が続く中、目先は11月FOMC（連邦公開市場委員会）で資産購入額の減額開始を決定する見通し。米金融政策は正常化に向かっており、引続きドル買い圧力は強いとみられます。他方米金利やドル円の急激な上昇をうけ利益確定売り等の調整も起こりやすいとみられ、当面のドル円は底堅いながらも一進一退の動きが続きそうです。（三浦）

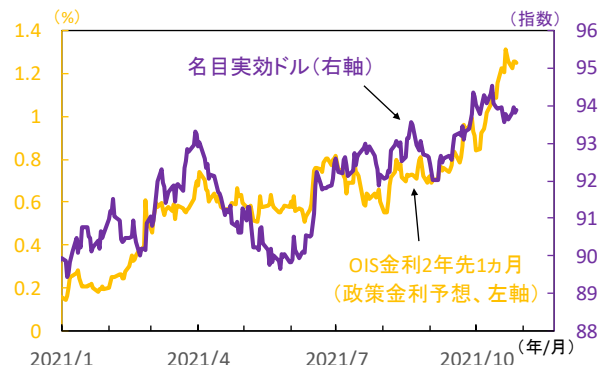
【図2】利上げ予想は急速に高まる



注) 直近値は2021年10月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

米国 名目実効ドルとOIS金利（政策金利予想）



注) 直近値は2021年10月27日時点。OISはオーバーナイト・インデックス・スワップ。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－為替

2021年11月

## ユーロ

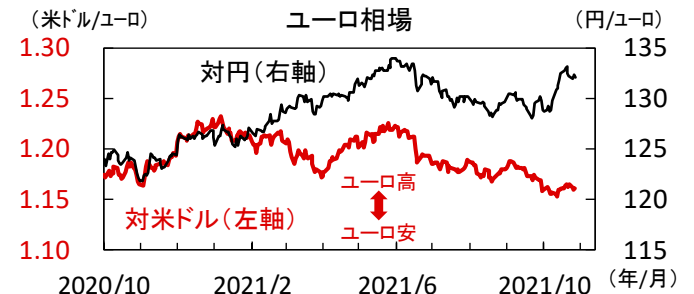
## ユーロ安基調は一服

10月のユーロ・ドルの月間騰落率(～27日)は+0.2%と概ね不変でした。ユーロ圏では、米国や英国と比して利上げ観測が遅れていたものの、底堅い景気回復やインフレ加速の継続等を背景に、市場の期待インフレは上昇基調を強め、ECBによる2022年中の利上げ観測も浮上。対ドルでユーロ安基調は一服し、より金融政策正常化の遅れが予想される対円ではユーロ高が急速に進行しました。

## ECBは過度な利上げ観測をけん制か

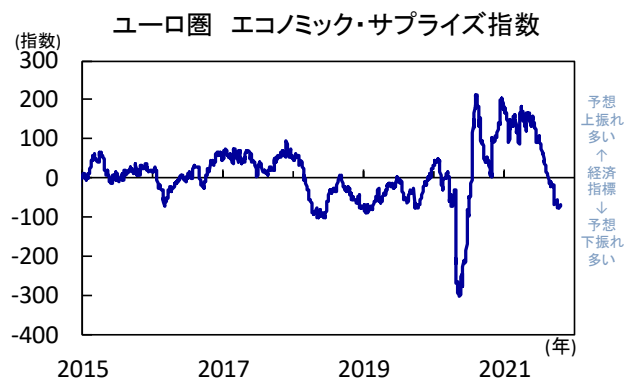
ラガルドECB総裁は依然、金融緩和縮小に慎重な姿勢を堅持し、足元で急速に強まる市場の金融政策正常化観測に対し、一部ECB高官を懸念を示しています。10月政策理事会では改めて市場観測を牽制する可能性もあり、ユーロ相場の調整には注意が必要です。また、域内景気は回復基調を維持しつつも、そのペースは鈍化しており、ユーロ相場は上値の重い展開が続きそうです。(吉永)

【図3】ユーロ圏景気の回復ペースは予想以上に鈍化



注) 直近値は2021年10月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 直近値は2021年10月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## オーストラリア(豪)ドル

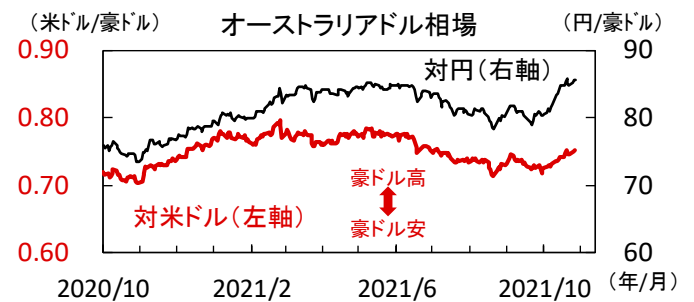
## 資源価格上昇や景気回復期待で持ち直し

10月(～27日)の豪ドルは対円で+6.7%、対米ドルで+4.1%となりました。資源価格が上昇し、シドニーの都市封鎖解除による景気回復期待から豪長期金利が上昇するなか、豪ドル相場は上昇基調となりました。14日公表の9月豪雇用統計は雇用者数が13.8万人減少し失業率は4.6%に上昇するも為替市場の反応は限定的であり、7-9月期の豪消費者物価上昇を受けて豪ドルは上昇しました。

## リスク選好姿勢が強まり豪ドルは堅調へ

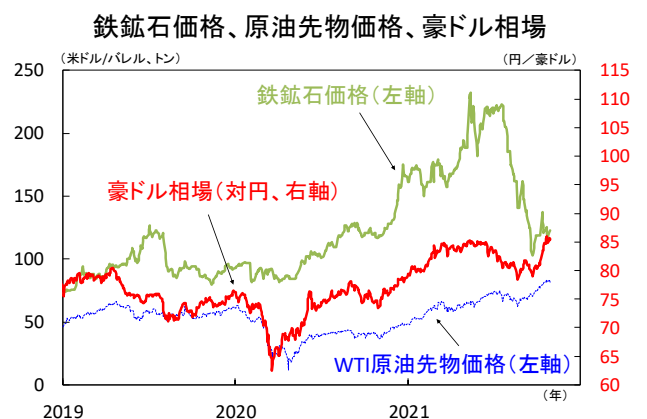
交易条件の悪化が嫌気され豪ドルは上値の重い展開にありましたが、資源価格の上昇に伴って一気に持ち直しています。IMM通貨先物市場における投機筋のポジションは豪ドルの売り持ちが過去最高水準にありましたが、豪州のコロナ感染拡大による都市封鎖が解除された事や資源価格の上昇を受けて、豪ドルの買い戻しが起きると考えられます。リスク志向が高まれば、豪ドルは一段と上昇する可能性が高いとみています。(向吉)

【図4】資源価格上昇が豪ドル相場を押し上げ



注) 直近値は2021年10月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 直近値は2021年10月27日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－為替

2021年11月


 ニュージーランド(NZ)ドル

## NZ中銀は市場予想通り利上げ実施

10月(～27日)のNZドルは対円で+6.4%、対米ドルで+3.8%となりました。NZ中銀は6日に約7年ぶりとなる利上げを実施、政策金利を0.25%引上げ0.50%としました。声明文では次回11月会合以降も利上げを進める可能性を示唆。NZドルは利上げを受け買われるも、出尽くし感から売りへ。その後、7-9月期消費者物価が前年比+4.9%と前期:+3.3%から加速した事を受け一段と上昇しました。

## インフレ率加速を受け利上げ観測強まる

NZ中銀は8月会合で2023年末にかけ政策金利を2%まで引き上げる見通しを示しており、10月会合では利上げペースの加速は示されませんでした。ただ、NZ中銀のスタンスは総じてタカ派的であり、7-9月期消費者物価が高い伸びとなった事から利上げ観測は強まっています。NZ中銀が他の先進国中銀に比べ引き締めめに前向きな姿勢は変わらず、NZドルの堅調さは続く見通しです。(向吉)


 インドルピー

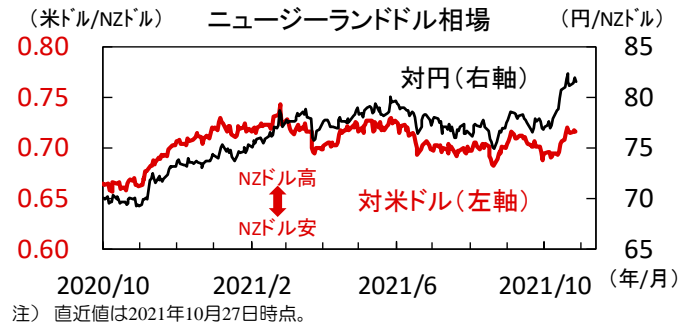
## 貿易赤字拡大の懸念等からルピーは軟調

ルピーは10月初より27日にかけて対米ドルで▲1.2%と軟調。月初より25日にかけて株式市場から6.7億ドル、債券市場から0.8億ドルの資本が流出しました。原油価格の上昇に伴って燃料輸入依存度の高い同国の貿易赤字は拡大(図)。コロナ感染が収束し市民生活が正常化するとともに、年末の祝祭シーズンを控えて金や電子製品などの輸入が拡大したことも赤字を押し上げました。

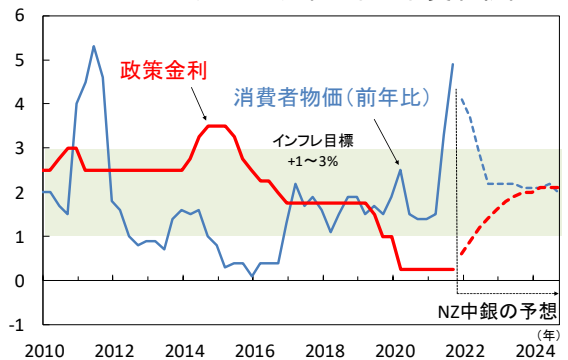
## 今後、ルピーはもみ合いつつ横ばいか

金輸入の拡大は近く一巡するであろうものの、燃料価格の高止まりは続く見込み。足元では発電用石炭の供給がひっ迫しており、今後は燃料炭の輸入による貿易赤字の拡大も予想されます。新規株式公開(IPO)関連の株式投資や同国国債の主要債券指数への採用に伴う債券投資資本の流入などの支援材料はあるものの、貿易赤字の拡大が相場の上値を抑える見込み。ルピーは当面もみ合いつつ横ばいで推移すると予想されます。(入村)

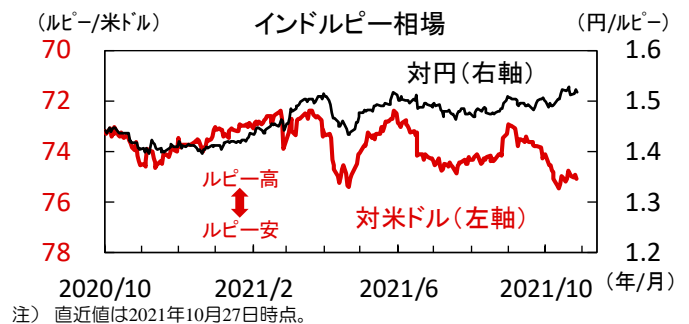
## 【図5】インフレ加速で利上げ観測は強まる



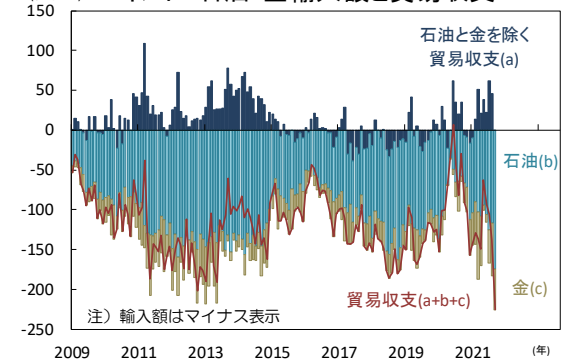
## ニュージーランド 政策金利と消費者物価



## 【図6】10月のルピーは対米ドルで▲1.2%と軟調



## インド:石油・金輸入額と貿易収支





## ③ 市場見通し－為替

2021年11月

## メキシコペソ

## ペソは多くの新興国通貨を上回る騰落率

ペソは10月初より27日にかけて対米ドルで+1.6%と堅調でした。市場はインフレ抑制を重視する当局の姿勢を歓迎。(a)相対的な相場変動の小ささと名目金利の高さ、(b)景気減速が懸念される中国経済への依存度の低さ、(c)ブラジル等近隣諸国に比べて低い政治リスクなども同通貨を支えました。メキシコ銀行は9月30日に政策金利を4.5%から4.75%へ引上げ。決定は4対1と、前回までの3対2に比べ利上げ支持派が増えたことが注目されました。

## 市場の過剰な利上げ期待がはく落する可能性も

10月前半のコア消費者物価は前年比+5.1%(9月前半+4.9%)へ加速しました。当局者による金融政策正常化ペース見直しへの言及もあり、市場の一部は11月の会合での0.5%pt利上げを期待。1年後の1ヵ月物金利は7.6%と市場は大幅な利上げを予想しています。現中銀総裁は年末に退任し後任はエシラ財務相。新総裁下で中銀のタカ派色が薄まる可能性も否定できません。強弱材料混在する中ペソは横ばいで推移すると予想されます。(入村)

## ブラジルレアル

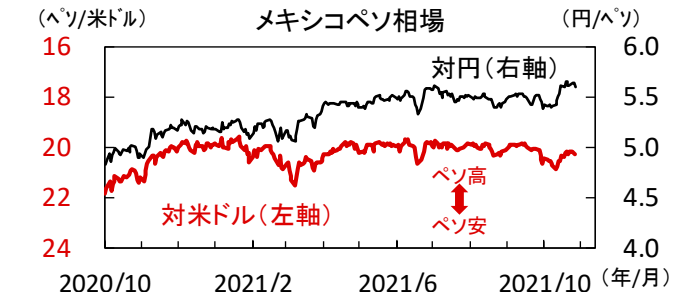
## 財政悪化リスク等が重しとなりレアルは軟調

レアルは10月初より27日にかけて対米ドルで▲1.7%と主要新興国通貨ではトルコ・リラに次ぐ下落率。財政悪化の懸念が背景です。政府は低所得向け現金給付の拡充と恒久化を決定。歳出は拡大し、財政悪化の歯止めであった歳出上限も事実上突破します。これに前後して経済省の複数の幹部が辞任。財政健全化の守護神であった同省が、来年に選挙を控えて歳出拡大を求める政権の圧力の前に屈したという見方が市場に広まりました。

## 今後も財政懸念から相場の上値は重い

トラック運転手は燃料価格高騰に不満を募らせ11月初に全国規模のストライキを計画。流通網の混乱による景気の悪化と物価の上昇も懸念されます。中央銀行は10月の会合で政策金利を6.25%から7.75%に引上げ。インフレ抑制重視の姿勢は支援材料であるものの、財政悪化の懸念と政治的な不透明感が相場の重しとなるでしょう。レアルの上値は今後も重いと予想されます。(入村)

【図7】10月のペソは対米ドルで+1.6%と堅調



注) 直近値は2021年10月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

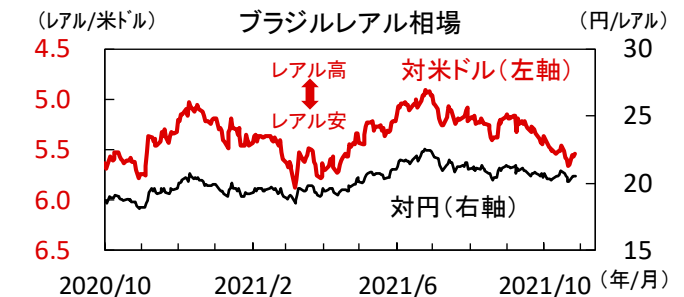
メキシコ 政策金利と国債利回り



注) 直近値は2021年10月27日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

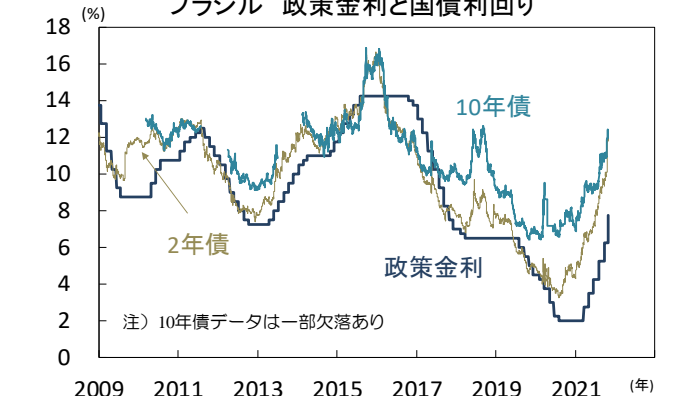
【図8】10月のレアルは対米ドルで▲1.7%と軟調



注) 直近値は2021年10月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

ブラジル 政策金利と国債利回り



注) 10年債データは一部欠落あり

注) 直近値は2021年10月27日。 出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通しーリート

2021年11月

## 日本

## 上値は重い、月間騰落率はプラス着地

10月の東証REIT指数は前月末比0.5%上昇しました（～27日）。上旬は岸田新首相が言及した金融所得課税の引上げ案や米長期金利上昇が懸念され、上値の重い展開が続きました。中旬は金融所得課税案の見送りや米金利上昇一服等でリスク選好が強まるなか、堅調に推移しました。下旬は投資法人の公募増資に伴う需給悪化が嫌気されるも底堅く、月間騰落率はプラス着地となりました。

## 当面は底堅い展開を予想

J-REITは底堅い展開が続くとみえます。国内で低金利環境が続くなか、J-REITの分配金利回りは直近で3.42%と相対的に高く、リート市場の下支え要因になります。加えて、国内の新型コロナワクチン接種率（2回完了）は70%に達し、景気回復期待は高まっています。コロナ禍で低迷するホテルやオフィス等の持ち直しが期待されます。ただし、米金融政策や中国不動産規制などグローバルの市場リスクには引き続き注意が必要です。（田村）

## 米国

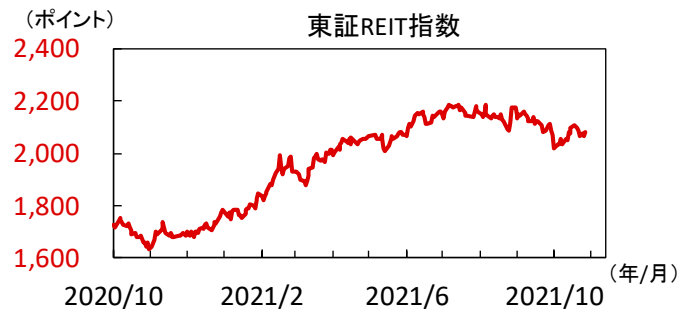
## リスクオン基調をうけ、米国リートは上昇

10月のS&P米国リート指数は+7.3%と上昇しました（～27日時点）。月初より米長期金利が上昇し、相対的な投資妙味の低下した米国リートは売りが優勢となる場面もありましたが、良好な米経済指標や企業決算を受けて株高基調が続くなか投資家心理が改善。暗号資産（仮想通貨）のビットコインが過去最高値更新したことも投資家のリスク選好姿勢を強め、リートは上昇しました。

## 長期金利上昇に警戒も、高い投資妙味に期待

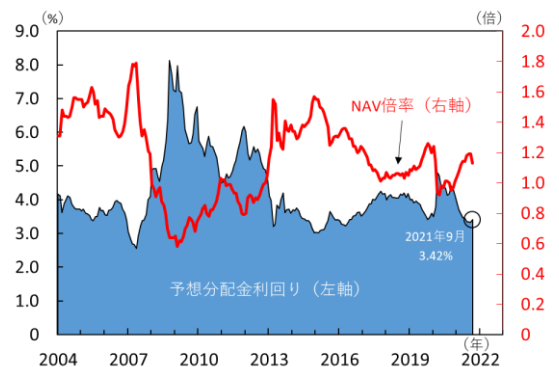
米国では11月米FOMC（連邦公開市場委員会）で国債等の資産買取策の縮小開始が決定する見通しとなる等、金融政策の正常化局面を迎えています。市場の利上げ見通しが前倒しされ、金利上昇圧力がかかった場合、米国リートの配当利回りが相対的に低下する可能性は懸念されます。他方、米景気は底堅く推移しており、投資家のリスク選好姿勢が継続すれば、比較的割安のリート市場に投資マネーが流入することも期待されます。（三浦）

## 【図1】 予想分配金利回りは3.42%と相対的に高い



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

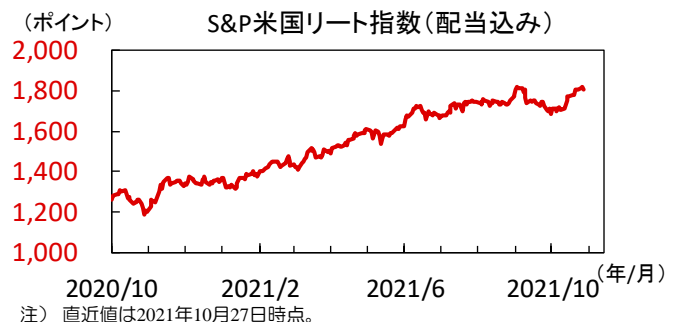
## 日本 J-REIT 予想分配金利回りとNAV倍率



注) 直近値は2021年9月。予想分配金利回りは今期予想分配金の年換算額/投資口価格、NAV倍率は投資口価格/1口当たり純資産価値。

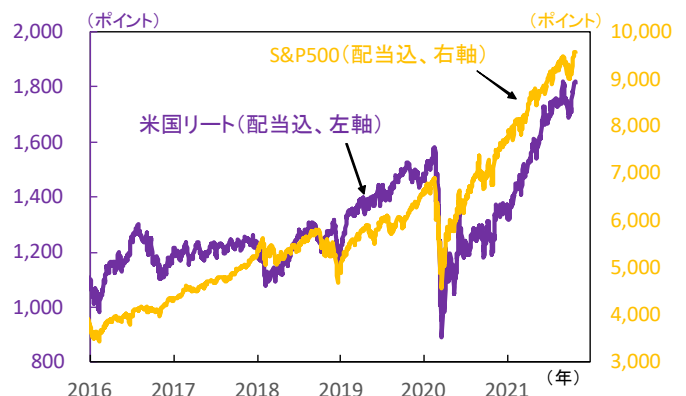
出所) 不動産証券化協会より三菱UFJ国際投信作成

## 【図2】 株高基調につられ、米国リートも上昇



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## 米国リートと米国株(配当込み)



注) 直近値は2021年10月27日。 出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－原油

2021年11月



## 原油

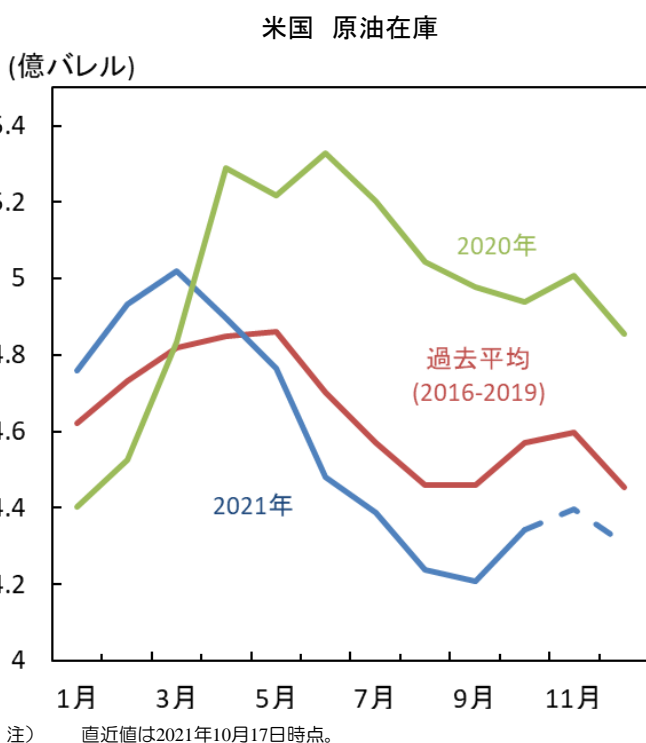
## 高止まる原油価格、上がらない増産ペース

10月の原油価格(WTI先物)も引き続き堅調に推移し、25日に一時85米ドル台と、7年ぶりの高値をつけました(図1)。10月のOPECプラスでも7月の会合で決定した減産幅縮小(8月~12月まで毎月日量40万バレルずつ縮小)のペースを維持する方針に変更はありません。天然ガス、石炭価格が上昇する中、冬場のエネルギー需要の拡大が見込まれ、買いが相場を支える状況が続いています。

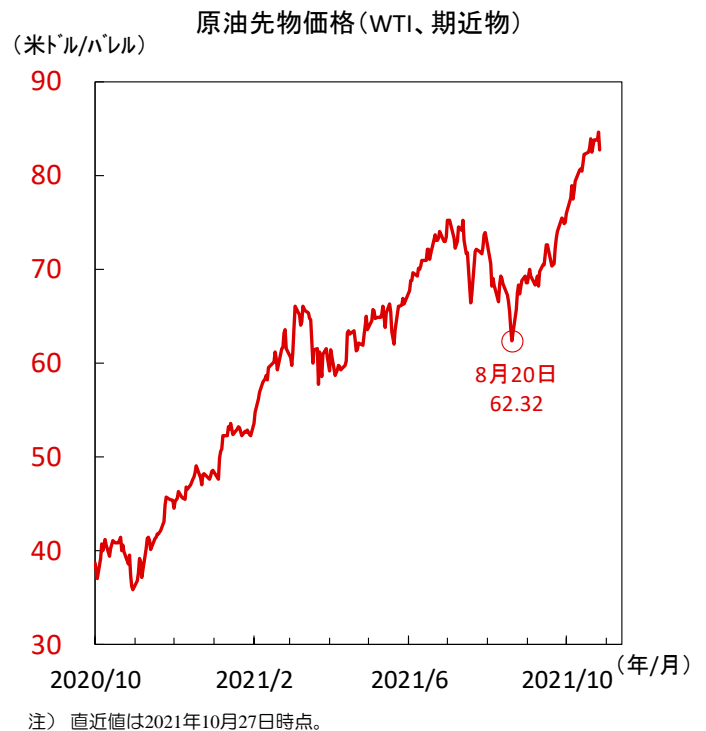
## 在庫は低水準、続く需給ひっ迫

米国の原油在庫の水準は2020年と対照的に、経済回復に伴って低い水準で推移しています(図2)。EIAは、原油需給が2021年は需要超過、2022年に供給超過になる見通しを維持しましたが、8月下旬のハリケーンによる米メキシコ湾岸での生産停止等を受け、供給量の見通しを下方修正しています(図3)。また、天然ガスや石炭の不足が続く、石油への代替需要が見込まれます。冬場の新型コロナの感染拡大による需要の減少には注意が必要ですが、年内は需給ひっ迫の状況が続くとみられます。(松本)

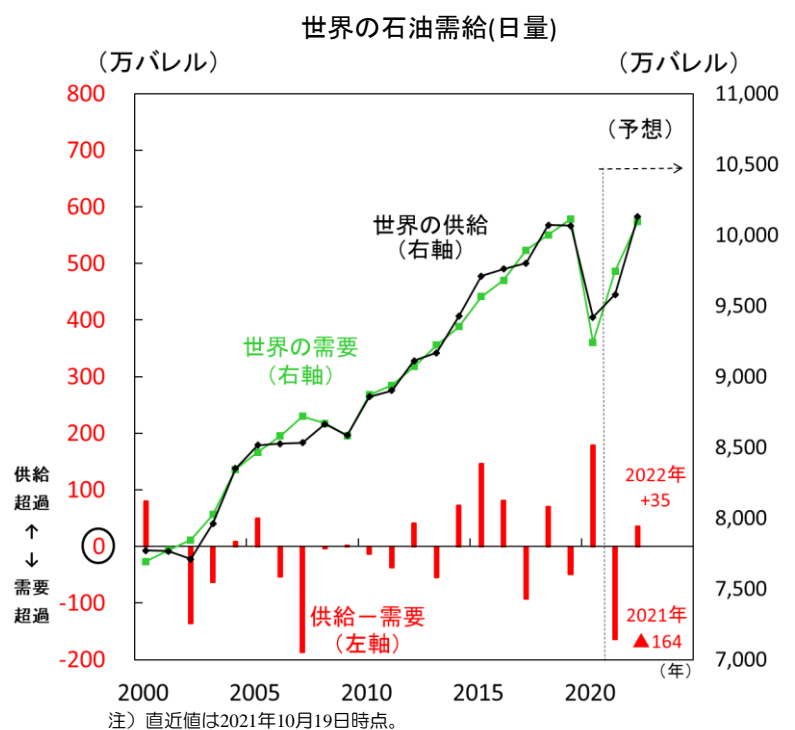
## 【図2】原油在庫は昨年と対照に過去水準を下回る



## 【図1】原油価格は今年の高値を更新



## 【図3】年内は需給ひっ迫も来年は供給超過の見通し



## ④ 市場データ一覧

2021年11月

注) 直近値は2021年10月27日時点

株式		(単位: ポイント)	直近値	9月末	騰落率%	為替(対円)		(単位: 円)	直近値	9月末	騰落率%
日本	日経平均株価(円)		29,098.24	29,452.66	▲ 1.20	米ドル		113.81	111.27	2.28	
	TOPIX		2,013.81	2,030.16	▲ 0.81	ユーロ		132.07	128.86	2.49	
米国	NYダウ(米ドル)		35,490.69	33,843.92	4.87	英ポンド		156.45	149.90	4.37	
	S&P500		4,551.68	4,307.54	5.67	カナダドル		92.10	87.74	4.97	
	ナスダック総合指数		15,235.84	14,448.58	5.45	オーストラリアドル		85.52	80.40	6.37	
欧州	ストックス・ヨーロッパ600		474.04	454.81	4.23	ニュージーランドドル		81.54	76.74	6.25	
ドイツ	DAX®指数		15,705.81	15,260.69	2.92	中国人民元		17.800	17.256	3.15	
英国	FTSE100指数		7,253.27	7,086.42	2.35	インドルピー		1.5160	1.5001	1.06	
オーストラリア	S&P/ASX200指数		7,448.70	7,332.20	1.59	インドネシアルピア(100ルピア)		0.8029	0.7773	3.29	
香港	ハンセン指数		25,628.74	24,575.64	4.29	タイバーツ		3.4177	3.3028	3.48	
中国	上海総合指数		3,562.31	3,568.17	▲ 0.16	マレーシアリング		27.385	26.569	3.07	
インド	S&P BSE SENSEX指数		61,143.33	59,126.36	3.41	ブラジルレアル		20.551	20.440	0.54	
ブラジル	ボベスパ指数		106,363.10	110,979.10	▲ 4.16	メキシコペソ		5.599	5.388	3.92	
先進国	MSCI WORLD		3,152.05	3,006.60	4.84	南アフリカランド		7.541	7.367	2.36	
新興国	MSCI EM		1,282.89	1,253.10	2.38	トルコリラ		11.96	12.51	▲ 4.37	
新興アジア	MSCI EM ASIA		691.77	674.22	2.60	ロシアルーブル		1.6100	1.5262	5.49	

国債利回り		(単位: %)	直近値	9月末	騰落幅%	政策金利		(単位: %)	直近値	9月末	騰落幅%
日本	10年物		0.099	0.069	0.030	米国	FF目標金利		0.25	0.25	0.00
米国	10年物		1.550	1.493	0.058	ユーロ圏	リファイナンスレート		0.00	0.00	0.00
ドイツ	10年物		▲ 0.176	▲ 0.191	0.015	英国	バンクレート		0.10	0.10	0.00
英国	10年物		0.980	1.022	▲ 0.042	カナダ	オーバーナイト・レート		0.25	0.25	0.00
カナダ	10年物		1.619	0.000	1.619	オーストラリア	キャッシュレート		0.10	0.10	0.00
オーストラリア	10年物		1.855	1.481	0.374	ニュージーランド	キャッシュレート		0.50	0.25	0.25
ニュージーランド	10年物		2.568	2.023	0.545	中国	1年物優遇貸付金利		3.85	3.85	0.00
インド	10年物		6.336	6.223	0.113	インド	レポレート		4.00	4.00	0.00
インドネシア	10年物		6.153	6.353	▲ 0.200	インドネシア	7日物リバース・レボ金利		3.50	3.50	0.00
ブラジル	10年物		11.935	11.165	0.770	ブラジル	SELIC金利誘導目標		7.75	6.25	1.50
メキシコ	10年物		7.534	7.379	0.155	メキシコ	オーバーナイト・レート		4.75	4.50	0.25
南アフリカ	10年物		9.515	9.225	0.290	南アフリカ	レポレート		3.50	3.50	0.00
トルコ	10年物		19.140	17.730	1.410	トルコ	1週間物レボ金利		16.00	18.00	▲ 2.00
ロシア	10年物		7.990	7.310	0.680	ロシア	1週間物入札レボ金利		7.50	6.75	0.75

リート		(単位: ポイント)	直近値	9月末	騰落率%	商品		(単位: ポイント)	直近値	9月末	騰落率%
日本	東証リート指数		2,082.14	2,071.77	0.50	原油	WTI先物(米ドル)		82.66	75.03	10.17
米国	S&P米国REIT指数		1,806.20	1,683.46	7.29	金	COMEX先物(米ドル)		1,797.80	1,756.30	2.36
欧州	S&P欧州REIT指数		931.33	882.94	5.48	工業用金属	ブルームバーグ商品指数		165.60	159.21	4.01
オーストラリア	S&P豪州REIT指数		1,053.93	1,019.69	3.36	穀物	ブルームバーグ商品指数		40.46	39.41	2.66

注) 株式は現地通貨(MSCIは米ドル)ベース、リートは現地通貨ベース(米国・欧州・オーストラリアは配当込み指数)、商品は米ドルベース。  
 FF目標金利はレンジ上限値を表記。原油は1バレル当たり、金は1オンス当たりの価格。  
 直近値および前月末値のデータがない場合(休場など)、それぞれ前営業日の値を表示。

出所) MSCI、S&amp;P、Refinitivより当社経済調査室作成

## ⑤ 主要金融資産のパフォーマンス

2021年11月

## ● 主要金融資産の期間別投資収益率（インデックスベース、%）

注）基準日：2021年10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	年初来
株式	国・地域別	日本	▲ 2.5	6.0	29.2				▲ 2.5	6.0	29.2	14.3
		海外先進国	2.7	3.5	35.8	2.8	3.3	36.3	5.9	6.8	45.2	31.5
		米国	2.7	3.7	36.9	2.7	3.7	36.9	5.8	7.1	45.8	33.2
		ユーロ圏	1.5	2.8	37.9	0.5	0.9	35.3	3.6	4.3	44.2	25.1
		新興国	2.7	2.1	16.7	2.6	1.9	17.4	5.7	5.3	26.2	13.0
	業種別	IT(情報技術)	1.1	3.7	38.3	0.9	3.4	37.8	4.0	6.8	46.6	32.0
		エネルギー	13.5	18.4	82.9	14.0	18.4	86.1	17.1	21.8	95.0	55.2
		素材	3.3	▲ 1.5	24.3	3.6	▲ 1.9	25.1	6.7	1.5	34.0	19.6
		ヘルスケア	0.2	2.0	22.2	0.1	1.6	21.6	3.2	5.0	30.5	24.3
		金融	5.7	9.6	54.9	6.0	9.5	55.9	9.1	12.9	64.8	40.4
リート	先進国				4.0	3.0	40.8	7.1	6.5	49.7	36.2	
	日本	▲ 0.7	▲ 2.3	29.1				▲ 0.7	▲ 2.3	29.1	19.3	
	米国	5.4	4.3	46.4	5.4	4.3	46.4	8.5	7.7	55.3	43.3	
	新興国				▲ 0.3	2.7	29.3	2.8	6.2	38.2	18.1	
国債	円ヘッジなし	日本	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.4				▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.4
		海外先進国	▲ 0.8	▲ 1.9	▲ 3.1	▲ 1.0	▲ 2.5	▲ 3.1	2.1	0.9	5.8	5.0
		米国	▲ 0.8	▲ 1.4	▲ 3.0	▲ 0.8	▲ 1.4	▲ 3.0	2.3	2.0	5.9	7.7
		ユーロ圏	▲ 0.6	▲ 1.9	▲ 2.6	▲ 1.6	▲ 3.6	▲ 4.5	1.5	▲ 0.2	4.4	2.3
		オーストラリア	▲ 2.8	▲ 4.1	▲ 4.7	0.8	▲ 2.4	0.6	3.9	1.0	9.5	4.2
		新興国(現地通貨)				▲ 1.5	▲ 2.5	0.3	1.6	0.9	9.2	3.7
	円ヘッジあり	新興国(米ドル)				▲ 1.1	▲ 1.4	3.6	2.0	2.0	12.5	8.9
		海外先進国							▲ 0.8	▲ 1.7	▲ 2.8	▲ 3.0
	物価連動国債	先進国				1.9	0.9	8.1	5.0	4.3	16.9	14.5
		新興国				▲ 2.9	▲ 4.7	5.1	0.2	▲ 1.3	14.0	4.3
社債	投資適格	先進国				▲ 1.0	▲ 1.7	0.8	2.1	1.7	9.7	8.0
		日本	▲ 0.1	▲ 0.2	0.9				▲ 0.1	▲ 0.2	0.9	0.5
		米国	▲ 0.9	▲ 1.2	1.3	▲ 0.9	▲ 1.2	1.3	2.2	2.3	10.2	9.3
		欧州	▲ 0.6	▲ 1.3	0.4	▲ 1.6	▲ 3.1	▲ 1.5	1.4	0.3	7.3	4.1
		新興国(米ドル)				▲ 0.9	▲ 0.6	1.3	2.2	2.8	10.2	10.0
	ハイ・イールド	先進国				▲ 1.2	▲ 1.0	7.7	1.9	2.4	16.6	12.1
		米国	▲ 0.5	0.4	9.8	▲ 0.5	0.4	9.8	2.6	3.8	18.7	15.0
		欧州	▲ 0.9	▲ 0.2	7.2	▲ 1.9	▲ 2.0	5.2	1.2	1.4	14.1	8.0
		新興国(米ドル)				▲ 2.3	▲ 2.8	4.4	0.8	0.6	13.2	9.6
		先進国				▲ 0.2	1.3	20.1	2.9	4.7	29.0	15.9
転換社債	新興国				1.7	▲ 8.6	25.3	4.8	▲ 5.2	34.2	16.4	
	先進国				6.8	9.4	44.4	9.9	12.8	53.3	46.0	
商品	総合				2.4	▲ 0.5	▲ 6.9	5.5	2.9	2.0	4.6	
	金 原油				14.5	18.7	122.0	17.6	22.1	130.9	89.3	
他	MLP				9.2	6.5	81.6	12.3	9.9	90.5	60.7	
	バンクローン				0.3	1.3	8.0	3.4	4.7	16.9	15.2	

注）日本株式、日本リート、日本国債、円ヘッジあり海外先進国・新興国国債、日本社債は円ベース指数の期間内騰落率、それ以外は現地通貨建てまたは米ドル建て指数と米ドル円相場との同合計に基づく。算出は当社経済調査室。対象となるインデックスは以下の通り。  
 株式：日本：MSCI JAPAN、海外先進国：MSCI KOKUSAI、米国：MSCI USA、ユーロ圏：MSCI EMU、新興国：MSCI EM（全て配当込み）、業種別：MSCI WORLD  
 リート：先進国・日本・米国：S&P先進国（または日本・米国）REIT指数、新興国：S&P新興国REIT指数（全て配当込み）  
 国債（円ヘッジなし）：日本・米国・ユーロ圏・オーストラリア：FTSE世界国債インデックス（国・地域別）、海外先進国：FTSE世界国債インデックス（除く日本）、新興国（現地通貨建て）：J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、新興国（米ドル建て）：J.P. Morgan EMBI Global Diversified  
 国債（円ヘッジあり）：海外先進国：FTSE世界国債インデックス（除く日本、円ヘッジ・円ベース）、新興国：J.P. Morgan EMBI Global Diversified（円ヘッジベース）  
 物価連動国債：先進国：ブルームバーグ・パークレイズ世界物価連動国債インデックス、新興国：ブルームバーグ・パークレイズ新興国物価連動国債インデックス  
 社債（投資適格）：先進国：ICE BofAML Global Corporate Index、日本：ICE BofAML Japan Corporate Index、米国：ICE BofAML US Corporate Index、欧州：Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index、新興国：J.P. Morgan CEMBI Broad High Grade Index  
 社債（ハイ・イールド）：先進国：ICE BofAML Global High Yield Index、米国：ICE BofAML US High Yield Index、欧州：Bloomberg Barclays Euro High Yield Total Return Index、新興国：J.P. Morgan CEMBI Broad High Yield Index  
 転換社債：先進国：ICE BofAML Developed Markets Global 300 Convertible Index、新興国：ICE BofAML Emerging Markets Global 300 Convertible Index  
 商品・金・原油：ブルームバーグ商品（または金・原油）指数、MLP：Alerian MLP Total Return Index、バンクローン：S&P/LSTA Leveraged Loan Total Return Index  
 出所）MSCI、S&P、ICE Data Indices, LLC、Bloombergより当社経済調査室作成

## ⑥ 主要な政治・経済日程

2021年11月

## ● 2021年11月の主要経済指標と政治スケジュール

月	火	水	木	金
<b>10/31</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
(日) 衆議院議員総選挙 (中) 10月 製造業PMI(政府) (中) 10月 非製造業PMI(政府)	(米) 連邦公開市場委員会 (FOMC、～3日) (豪) 金融政策決定会合 (伯) 10月 製造業PMI	(日) 自民党総裁選開票 (米) パウエルFRB議長記者会見 (米) 10月 ADP雇用統計 (米) 10月 ISMサービス業景気指数 (米) 9月 製造業受注(確報) (欧) 9月 失業率 (豪) 9月 住宅建設許可件数	(米) 9月 貿易収支 (独) 9月 製造業受注 (英) 10月 新車登録台数 (英) 金融政策委員会(MPC) (豪) 9月 貿易統計 (伯) 9月 鉱工業生産	(日) 9月 家計調査 (米) 10月 労働省雇用統計 (独) 9月 鉱工業生産 (仏) 9月 鉱工業生産
<b>11/1</b>				
(日) 10月 新車販売台数 (日) 10月 マネタリーベース (米) 9月 建設支出 (米) 10月 ISM製造業景気指数 (中) 10月 製造業PMI(財新)				
<b>7</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>
(中) 10月 貿易統計	(日) 9月 毎月動労統計 (日) 10月 銀行・信金貸出動向 (日) 9月 経常収支 (日) 10月 倒産件数 (日) 10月 景気ウォッチャー (米) 10月 NFIB中小企業楽観指数 (米) 10月 生産者物価 (欧) 11月 ZEW景況感指数 (独) 9月 貿易統計 (独) 11月 ZEW景況感指数 (豪) 10月 NAB企業景況感指数	(日) 10月 マネーストック (日) 10月 工作機械受注(速報) (米) 10月 消費者物価 (米) 9月 卸売在庫(確報) (米) 10月 月次財政収支 (伊) 9月 鉱工業生産 (豪) 11月 消費者信頼感指数 (中) 10月 生産者物価 (中) 10月 消費者物価	(日) 10月 国内企業物価 (英) 10月 RICS住宅価格 (英) 9月 鉱工業生産 (英) 7-9月期 実質GDP(速報) (豪) 10月 雇用統計 (伯) 9月 小売売上高	(米) 11月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(速報) (欧) 9月 鉱工業生産 (印) 9月 鉱工業生産
<b>8</b>				
(日) 9月 景気先行指数 (欧) 11月 Sentix投資家信頼感指数				
<b>15</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>19</b>
(日) 7-9月期 実質GDP(速報) (日) 9月 第3次産業活動指数 (日) 10月 貿易統計 (米) 11月 ニューヨーク連銀 製造業景気指数 (欧) 9月 貿易統計 (中) 10月 小売売上高 (中) 10月 鉱工業生産 (中) 10月 都市部固定資産投資	(米) 10月 小売売上高 (米) 10月 輸出入物価 (米) 10月 鉱工業生産 (米) 11月 NAHB住宅市場指数 (欧) 7-9月期 実質GDP(速報) (英) 9月 失業率(ILO基準)	(日) 9月 機械受注 (米) 10月 住宅着工・許可件数 (英) 10月 消費者物価 (英) 10月 生産者物価 (豪) 10月 景気先行指数	(米) 10月 景気先行指数	(日) 10月 消費者物価(全国) (英) 11月 Gfk消費者信頼感指数 (英) 10月 小売売上高
<b>22</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>26</b>
(米) 10月 中古住宅販売件数	(日) 10月 製造業PMI (日) 10月 サービス業PMI (米) 11月 製造業PMI(速報) (米) 11月 サービス業PMI(速報) (欧) 11月 消費者信頼感指数 (欧) 11月 製造業PMI(速報) (欧) 11月 サービス業PMI(速報)	(米) 10月 卸売在庫(速報) (米) 7-9月期 実質GDP(2次速報) (米) 10月 耐久財受注 (米) 10月 製造業受注(速報) (米) 10月 個人所得・消費 (米) 11月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(確報)	(日) 10月 企業向けサービス価格 (独) 12月 Gfk消費者信頼感指数 (米) 10月 新築住宅販売件数 (米) FOMC議事録 (11月2-3日分) (独) 11月 ifo景況感指数	(欧) 10月 マネーサプライ(M3) (豪) 10月 小売売上高
<b>29</b>	<b>30</b>	<b>12/1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
(日) 10月 小売売上高 (米) 10月 中古住宅販売 仮契約指数 (欧) 11月 ユーロ圏景況感指数 (豪) 10月 住宅建設許可件数 (中) 11月 製造業PMI(政府) (中) 11月 非製造業PMI(政府) (印) 7-9月期 実質GDP	(日) 10月 労働関連統計 (日) 10月 鉱工業生産(速報) (米) 9月 S&P500ソック/ ケース・シー住宅価格指数 (米) 11月 シカゴ購買部協会 景気指数 (米) 11月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード) (欧) 10月 消費者物価 (独) 11月 失業者数	(日) 7-9月期 法人企業統計調査 (日) 11月 新車販売台数 (米) 11月 ADP雇用統計 (米) 10月 建設支出 (米) 11月 ISM製造業景気指数 (豪) 7-9月期 実質GDP (中) 11月 製造業PMI(財新) (伯) 11月 製造業PMI	(日) 11月 マネタリーベース (日) 11月 消費者態度指数 (豪) 10月 貿易統計 (伯) 7-9月期 実質GDP	(米) 11月 労働省雇用統計 (米) 11月 ISMサービス業景気指数 (米) 10月 製造業受注(確報) (仏) 10月 鉱工業生産 (伯) 10月 鉱工業生産

注) (日) 日本、(米) 米国、(欧) ユーロ圏、(独) ドイツ、(仏) フランス、(伊) イタリア、(英) 英国、(豪) オーストラリア、(加) カナダ、(中) 中国、(印) インド、(伯) ブラジル、を指します。日程および内容は変更される可能性があります。

出所) 各種情報、Bloombergより当社経済調査室作成

巻末の「本資料に関してご留意いただきたい事項」および「本資料中で使用している指数について」を必ずご覧ください。

Mitsubishi UFJ Kokusai Asset Management

## 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。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成した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：2021年10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・状況または作成時点での見通し・分析であり、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・手数料等を考慮していません。
- 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、知的財産権、その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。  
TOPIX（東証株価指数）、東証リート指数に関する知的財産権その他一切の権利は東京証券取引所に帰属します。  
ドイツ「DAX®」：本指数は、情報提供を目的としており、売買等を推奨するものではありません。  
STOXXリミテッドはストックス・ヨーロッパ600指数に連動する金融商品を推奨、発行、宣伝又は推進を行うものではなく、本金融商品等に関し  
ていかなる責任も負うものではありません。  
FTSE International Limited(“FTSE”)©FTSE。 “FTSE®”はロンドン証券取引所グループ会社の登録商標であり、FTSE International Limitedは許可を得  
て使用しています。FTSE指数、FTSE格付け、またはその両方におけるすべての権利は、FTSE、そのライセンサー、またはその両方に付与され  
ます。FTSEおよびライセンサーは、FTSE指数、FTSE格付け、もしくはその両方、または内在するデータにおける誤りや省略に対して責任を負  
わないものとします。FTSEの書面による同意がない限り、FTSEデータの再配布は禁止します。  
MSCI ACWI、MSCI WORLD、MSCI KOKUSAI、MSCI EM、MSCI Japan、MSCI USA、MSCI EMU、MSCI EM ASIA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。  
FTSE世界国債インデックス、FTSE世界国債インデックス（除く日本）、FTSE世界国債インデックス（除く日本、円ヘッジ・円ベース）のデータ  
は、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または  
遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。  
ICE BofAML Global Corporate Index、ICE BofAML Japan Corporate Index、ICE BofAML US Corporate Index、ICE BofAML Global High Yield Index、  
ICE BofAML US High Yield Index、ICE BofAML Developed Markets Global 300 Convertible Index、ICE BofAML Emerging Markets Global 300  
Convertible Indexは、ICE Data Indices, LLC、ICE Dataまたはその第三者の財産であり、三菱UFJ国際投信は許諾に基づき使用しています。ICE  
Dataおよびその第三者は、使用に関して一切の責任を負いません。  
J.P. Morgan EMBI Global Diversified、J.P. Morgan CEMBI Broad High Grade Index、J.P. Morgan CEMBI Broad High Yield Index、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。  
同指数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同指数を複製、使用、頒布することは禁じられて  
います。Copyright © 2021 J.P. Morgan Chase & Co. 無断複製・転載を禁じます。  
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.）の商標およびサービスマークです。  
バークレイズ（BARCLAYS）は、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシー（Barclays Bank Plc）の商標および  
サービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブ  
ルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックス（BLOOMBERG BARCLAYS INDICES）に対する一切の独占的  
権利を有しています。  
ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity Index<sup>SM</sup>）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 Index<sup>SM</sup>）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UF  
J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 Index<sup>SM</sup>）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、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先進国REIT指数、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

# INVESTMENT STRATEGY MONTHLY