

INVESTMENT STRATEGY MONTHLY

＜投資戦略マンスリー＞

MITSUBISHI UFJ KOKUSAI ASSET MANAGEMENT

2021年12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12月

世界経済

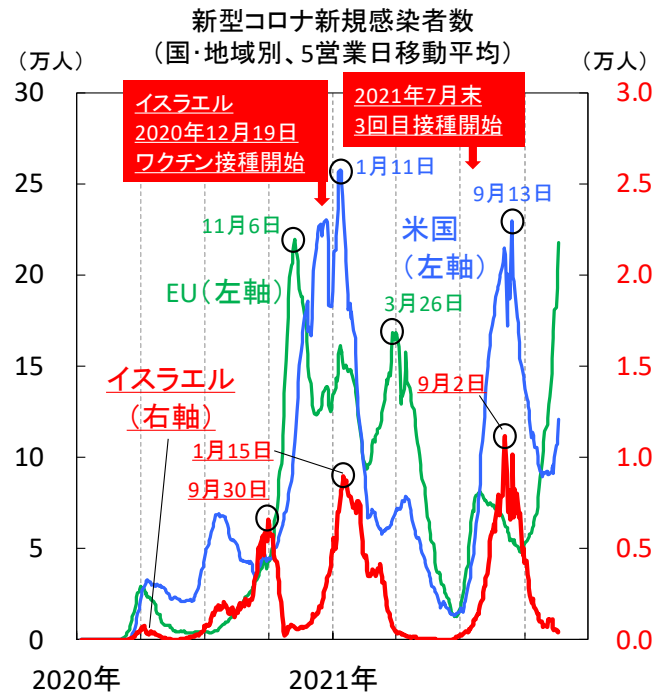
インフレ警戒続くなか新型コロナ感染再拡大

世界経済は順調な回復を続けるも、世界的な供給不足に伴うインフレ圧力の高まりに加え、足元は新型コロナ感染再拡大という問題も浮上しています。特に欧州では、11月に入りドイツやロシアなどで1日平均の新規感染者数が過去最高に達するなど深刻です。感染封じ込めが遅れば、消費悪化など需要面だけでなく、労働者不足という供給面の問題をも長期化させる懸念があります。

ワクチン追加接種で感染封じ込めとなるか

ユーロ圏では実質GDPが4-6月期、7-9月期と日米を上回る年率8-9%成長となるなど好調だっただけに、足元の感染拡大は痛手です。一方、都市封鎖再開や未接種者の行動制限はデモや暴動を通じ消費に冷や水を浴びせるリスクもあります。先行して3回目のワクチン接種を開始したイスラエル（11月23日時点で43%完了）と同様、欧米で感染収束を実現できるか正念場です（図2）。（瀧澤）

【図1】欧州で新型コロナ感染が急拡大、ワクチン追加接種で今冬の波を乗り切れるか？



注) ロイター集計値に基づく。○は新規感染者数のピーク日。直近値は2021年11月22日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

金融市場

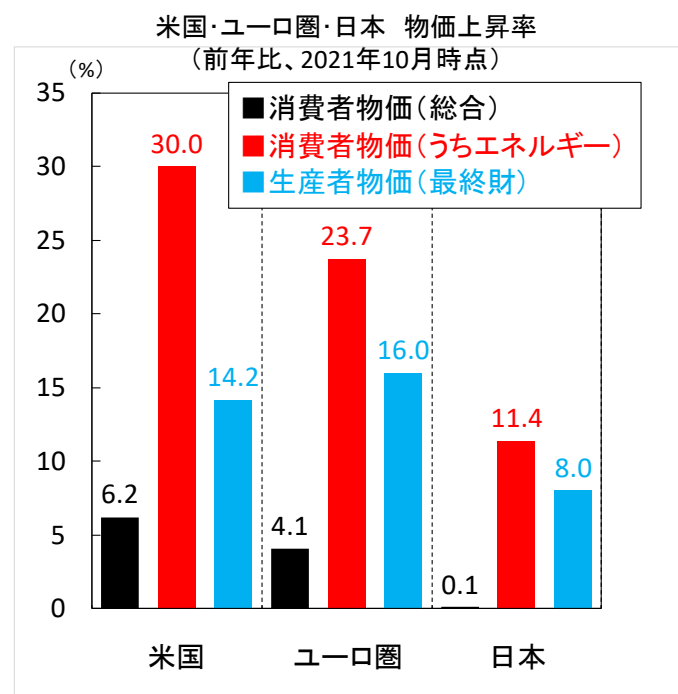
11月はリスク選好の勢いが弱まる

11月の金融市場はリスク選好の勢いが鈍る展開となりました。世界的な景気や業績の回復基調は続くものの、中国景気の減速感が根強いなか、各国のインフレが沈静化せず、米国を含め金融緩和修正の動きが広がりを見せていることに加え、新型コロナ感染再拡大の兆候がみられる点も株式市場の重石となりました。為替相場での米ドル高は市場の不安心理を反映した動きとも言えます。

市場はインフレを注視、鍵は原油価格動向か

2022年に向け、世界的な景気・企業業績の回復期待は高いままです。ただし、川上・川下のインフレ率格差（生産者物価＞消費者物価）は企業にとってコスト高に直面するも価格転嫁が容易でない現状を示唆しています（図2）。またエネルギー高は家計にも直結するため消費に逆風といえます。米国など主要国が神経を尖らせる原油価格動向が目先は相場安定の鍵を握りそうです。（瀧澤）

【図2】価格転嫁の難しさに直面する主要国企業、エネルギー価格高騰は家計にとっても重荷に



注) 日本の生産者物価は国内企業物価。ユーロ圏生産者物価のみ2021年9月時点。

出所) 米労働省、欧州統計局、日本銀行、総務省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12月

● 実質GDP（前年比）見通し

	2019年	2020年	2021年	2022年
日本	0.0	▲ 4.6	1.7	2.3
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	3.6	3.7

	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	3.0

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)	29,303	28,500-32,500
TOPIX	2,019	1,900-2,300

(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)	35,804	35,000-39,000
S&P500	4,701	4,600-5,000
欧州 ストックス・ヨーロッパ600	480	465-535
ドイツDAX®指数	15,878	15,400-17,600

債券
(10年国債利回り)

(単位:%)	直近値	6ヵ月後の見通し
日本	0.080	▲0.1-0.3
米国	1.643	1.4-2.2

(単位:%)	直近値	6ヵ月後の見通し
欧州(ドイツ)	▲0.219	▲0.3-0.3
オーストラリア	1.889	1.5-2.3

為替(対円)

(単位:円)	直近値	6ヵ月後の見通し
米ドル	115.41	111-119
ユーロ	129.22	126-138
オーストラリアドル	83.04	80-90
ニュージーランドドル	79.33	77-87

(単位:円)	直近値	6ヵ月後の見通し
インドルピー	1.5464	1.46-1.66
メキシコペソ	5.382	5.10-6.10
ブラジルリアル	20.585	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	2,064	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	1,879	1,840-2,000

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)	78.39	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11月24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12月

日本経済

10-12月期以降の景気回復期待高まる、
政府の大型経済対策が景気を下支え

7-9月期は景気低迷、先行きは持ち直しへ

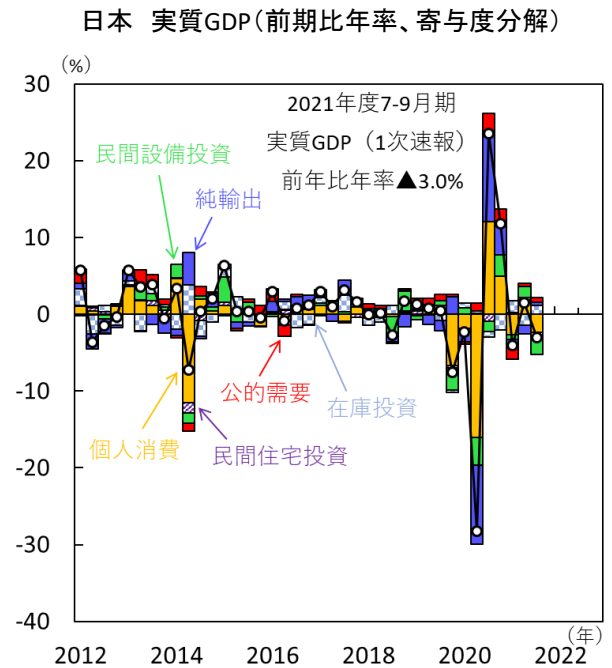
7-9月期実質GDPは前期比年率▲3.0%（4-6月期：+1.5%）と2四半期ぶりのマイナス成長となりました（図1）。夏場の新型コロナ感染拡大で緊急事態宣言等が長引いた影響や、東南アジアでの部品調達難に伴う自動車減産等が国内経済を下押ししました。個人消費は対面サービスに加え、乗用車や家電等の耐久財が落ち込みました（図2）。輸出は5四半期ぶりに減少したほか、民間設備投資も2四半期ぶりに減少し、特に非製造業は先行き不透明感から投資を抑制する動きが続いた模様です。同期はコロナ前の水準（2019年10-12月期）を2.2%下回り、断続的な行動制限下で国内景気は戻りの鈍さが目立ちます。

10-12月期以降は景気回復の確度が高まっています。ワクチン普及に伴って行動制限緩和が進み、外食や旅行等のサービス中心に消費回復が期待されます。自動車輸出は小幅に持ち直すなど（図3）、供給制約の緩和や堅調な資本財輸出等を背景に輸出は回復基調を迎えるとみまます。

政府は大型経済対策を公表

非製造業は機械投資を拡大する見通しであり（図4）、民間設備投資は国内経済の正常化に伴って回復する可能性があります。人出不足に対応した省力化や、デジタル・脱炭素関連等の投資需要が下支えするとみまます。一方、当面はコロナ感染再拡大や原材料高騰等が経済下振れリスクとして考えられます。欧州では感染再拡大が進むなか、内外の感染状況が悪化し経済活動が再度抑制されるリスクは残ります。また、企業物価は前年比+8.0%と素原材料など川上物価上昇が加速しています（図5）。商品市況高や輸出数量の伸び悩みが続けば価格転嫁に動きづらい企業の収益悪化要因となり注意が必要です。

11月下旬に政府の経済対策が公表され（図6）、コロナ対策やウィズコロナ関連の予算が多くを占めました。来年夏の参院選に向け、財政支援の下で感染拡大を抑制しつつ経済再開を進められるかが注目点です。新しい資本主義関連はクリーンエネルギーやDX関連投資、賃上げ推進、労働需要の円滑化など多岐に渡り、構造的な問題に着手し経済成長に繋げられるかが焦点になりそうです。

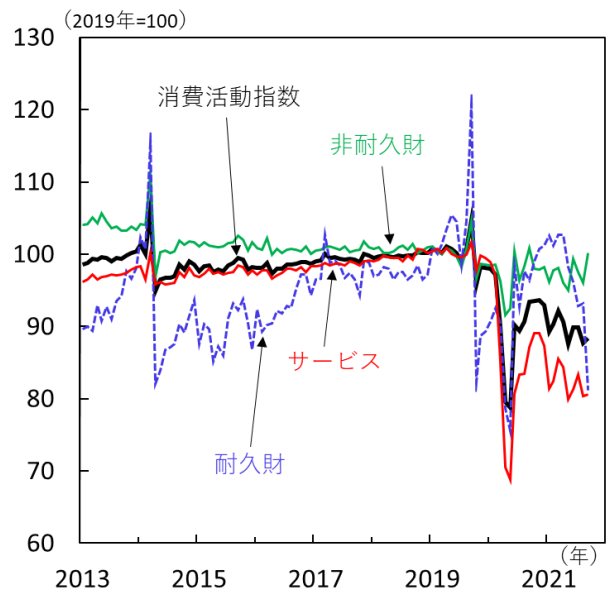
【図1】7-9月期GDPは2四半期ぶりのマイナス成長、
個人消費や民間設備投資が全体を押し下げ

注) 直近値は2021年7-9月期。

出所) 内閣府より当社経済調査室作成

【図2】個人消費はサービス中心に低迷、
耐久財は自動車減産の影響で大幅減少

日本 消費活動指数(財別)



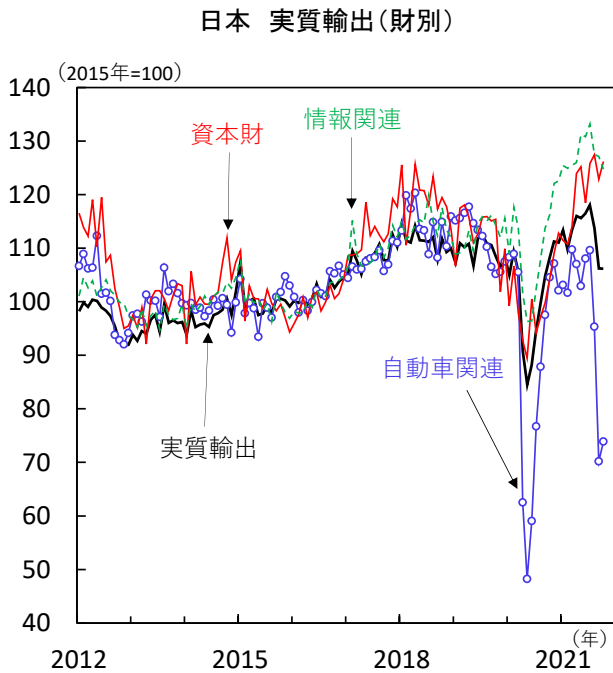
注) 直近値は2021年9月。

出所) 日本銀行より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し - 日本

2021年12月

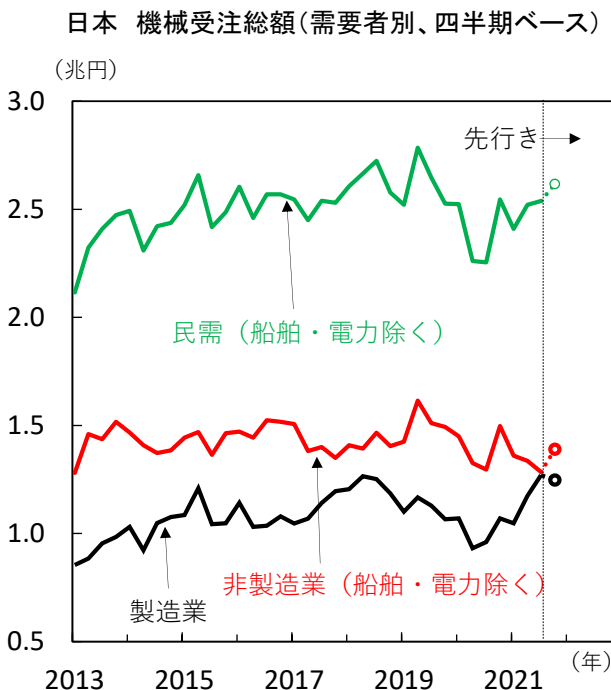
**【図3】 輸出は足踏みがみられる一方、
今後は供給制約の緩和に伴い自動車を持ち直しへ**



注) 直近値は2021年10月。

出所) 日本銀行より当社経済調査室作成

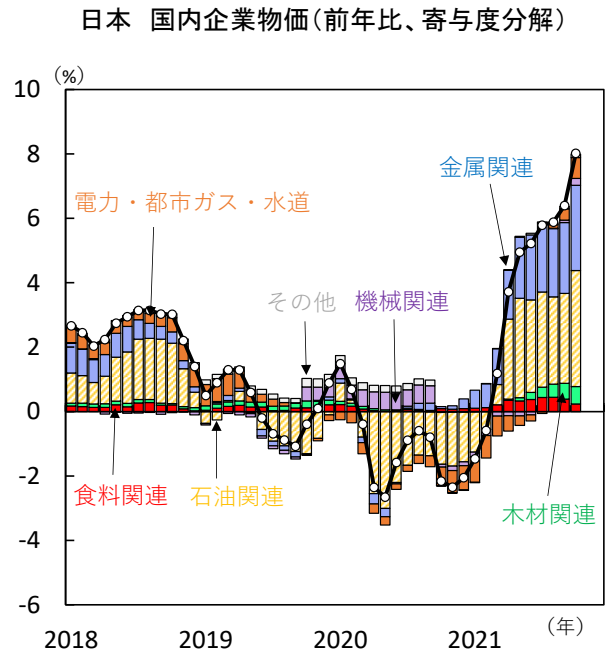
**【図4】 機械投資は業種間で回復度合いに差が残る、
先行きは非製造業が持ち直しに転じる見通し**



注) 直近値は2021年7-9月期。先行きは同年10-12月期、内閣府の見通し。

出所) 内閣府より当社経済調査室作成

**【図5】 企業物価は前年比+8.0%に上昇、
石油関連や金属関連等の高騰が続く**



注) 直近値は2021年10月。食品関連は飲食料品、農林水産物。石油関連は化学製品、石油・石炭製品、プラスチック製品。機械関連ははん用機器、生産用機器、業務用機器、電子部品・デバイス、電気機器、情報通信機器、輸送用機器。金属関連は鉄鋼、非鉄金属、金属製品、スクラップ類。木材関連は木材・木製品、パルプ・紙・同製品。その他は繊維製品、窯業・土石製品、その他工業製品、鉱産物。

出所) 日本銀行より当社経済調査室作成

**【図6】 政府の大型経済対策が公表され、
コロナ対策やウィズコロナ関連の予算が半数を占める**

日本 政府の経済政策

コロナ克服・新時代開拓のための経済対策	事業規模	財政支出
I. 新型コロナウイルス感染症の拡大防止		
1. 医療提供体制の確保等	35.1兆円	22.1兆円
2. 感染症の影響により厳しい状況にある方々の事業や生活・暮らしの支援		
II. 「ウィズコロナ」下での社会経済活動の再開と次なる危機への備え		
1. 安全・安心を確保した社会経済活動の再開	10.7兆円	9.2兆円
2. 感染症有事対応の抜本的強化		
III. 未来を切り拓く「新しい資本主義」の起動		
成長戦略		
1. 科学技術立国の実現	28.2兆円	19.8兆円
2. 地方を活性化し、世界とつながる「デジタル田園都市国家構想」		
3. 経済安全保障		
分配戦略 ~ 安心と成長を呼ぶ「人」への投資の強化 ~		
1. 民間部門における分配強化に向けた強力な支援	5.0兆円	4.6兆円
2. 公的部門における分配機能の強化等		
IV. 防災・減災、国土強靱化の推進など安全安心の確保		
1. 防災・減災、国土強靱化の推進	5.0兆円	4.6兆円
2. 自然災害からの復旧・復興の加速		
3. 国家の安全保障の確保を含む国民の安全・安心		
合計	78.9兆円	55.7兆円

注) 2021年11月19日に閣議決定された内容より抜粋。

出所) 内閣府より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－米国

2021年12月



米国経済

物価上昇が深刻化する中、米景気は堅調 金融・財政政策にも進展の兆し

高まるインフレ懸念も、底堅い需要が景気を牽引

米国では物価高騰が加速（図1）。長引く供給制約に加え、エネルギー価格高騰や家賃価格上昇などインフレ圧力は散在しており、物価の沈静化には時間を要しそうです。加えて、コロナ禍をきっかけに労働者の早期引退や高待遇を求めた離職が急増しており、企業の人手不足も深刻化しています。労働参加率は低迷、自発的退職率は過去最高水準に達し（図2）、足元では人材確保のための賃上げが加速。物価上昇要因の一つとなっています。

過度な物価上昇が生活を圧迫するとの懸念も高まる一方、10月小売売上高は前月比+1.7%と堅調（図3）。年末商戦を前に財消費の底堅さが確認されました。また鉱工業生産も同+1.6%と予想以上の増加。原材料不足は生産活動を抑制しているものの、設備稼働率も2019年初以来の高水準まで回復しており、順調な設備投資と底堅い需要が製造業を支えています。引続き供給制約は重石となるも、10-12月期の米国経済は再び加速するとみています。

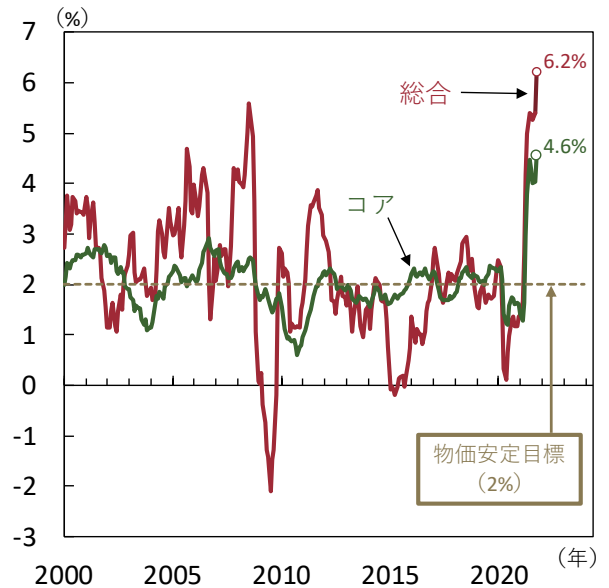
FRBは慎重かつ着実に金融正常化への道を進む

11月FOMC（連邦公開市場委員会）では市場予想通り資産買入額縮小（テーパリング）開始が決定、2022年半ばには完了予定です。FRBは早期利上げについては牽制したものの、パウエル氏の議長再任指名を受け、市場では来年半ばの利上げ開始が織り込まれています（図4）。パウエルFRB議長は、FOMC後の記者会見にて最大雇用の達成を利上げの条件としましたが、供給制約や物価上昇、労働市場逼迫等の先行き不透明感が高まるなか、利上げ時期についてはFRBも慎重に見極めているようです。

米国政治も佳境を迎えています。コロナ禍以降、多くの経済対策が超党派で決定されましたが、相次ぐ巨額財政支出には共和党だけでなく民主党内からも批判が上がり、当初総額4兆ドルとしていたバイデン政権の目玉政策「ビルド・バック・ベター法案」（BBBA）の規模を2.4兆ドルまで半減しました（図5）。19日米下院は通過したものの、CBO（議会予算局）は法案の増税では支出が賄えないとの試算を発表。上院で審議が難航するリスクや12月3日に期限到来する債務上限問題、バイデン政権支持率低迷（図6）等懸念は多く、動向に注目です。（三浦）

【図1】10月消費者物価指数（CPI）は前年比+6.2%、米FRBの物価安定目標2%を大きく上回る

米国 消費者物価指数(CPI) 前年比

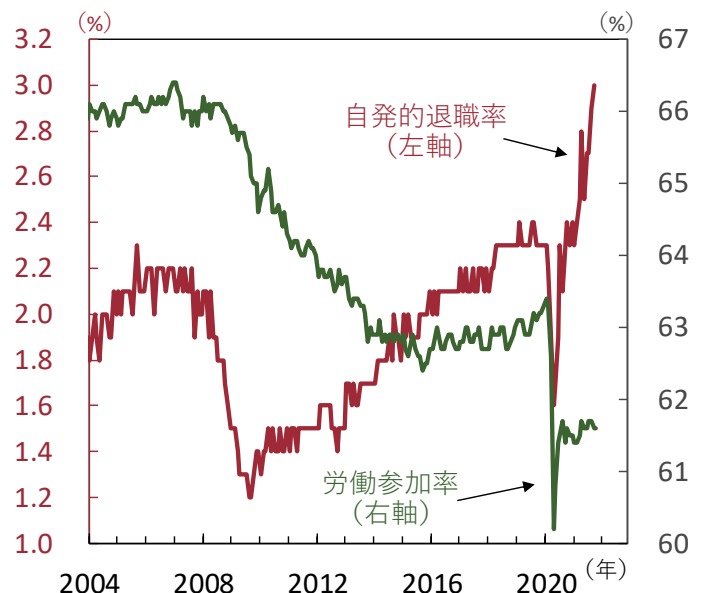


注) 直近値は2021年10月。コアは食品・エネルギー除く。

出所) 米労働省より当社経済調査室作成

【図2】よりよい待遇を求め、自発的退職率は過去最高
労働参加率はコロナ禍前の水準に回復できるか

米国 自発的退職率と労働参加率



注) 直近値は労働参加率が2021年10月、自発的退職率が同年9月。

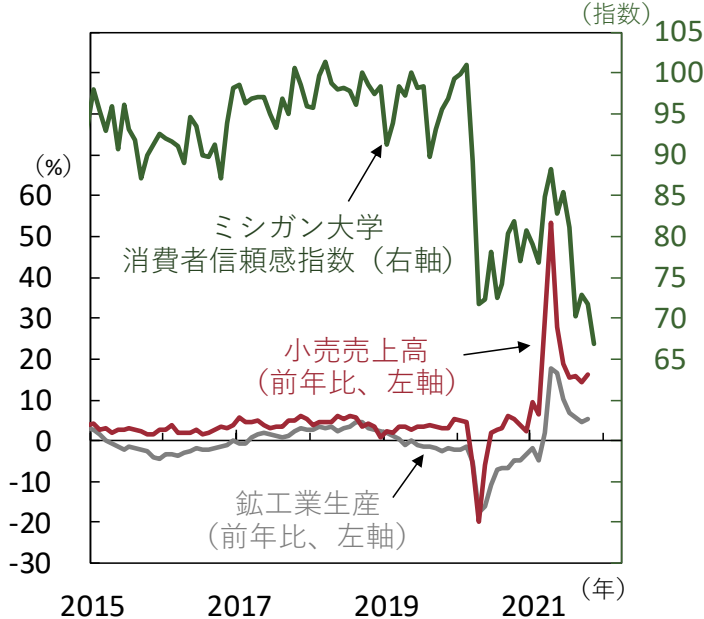
出所) 米労働省より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し - 米国

2021年12月

【図3】物価上昇に伴い消費者心理は悪化が続く一方、強い需要をうけて、小売・生産はともに増加

米国 小売売上高と鉱工業生産(前年比)、
ミシガン大学消費者信頼感指数



注) 直近値はミシガン大学消費者信頼感指数が2021年11月時点、その他は同年10月。 出所) 米商務省、米ミシガン大学より当社経済調査室作成

【図5】バイデン政権のBBB法案は米下院で可決も、財政赤字拡大が懸念。年内に上院通過できるか

米国 Build Back Better法案 今後10年間の歳出入

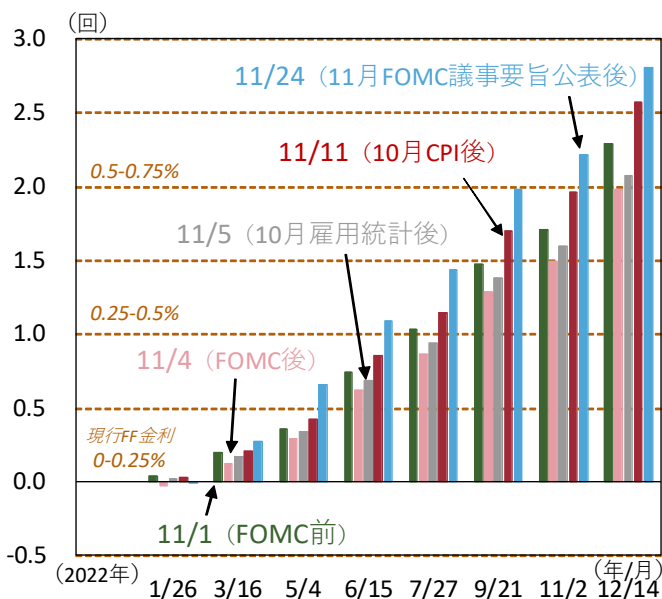
今後10年間の歳出		今後10年間の歳入	
(単位: 億ドル)			
家計支援・教育支援	5,850	法人増税	8,300
気候変動対策	5,700	富裕層への所得増税	6,400
その他支出や減税 (住宅支援等)	3,350	ヘルスケア関連	3,250
ヘルスケア関連 (医療制度の拡充等)	3,300	州・地方税 (SALT) 控除 の上限設定 (2026年~)	2,900
TCJA (トランプ税制) 修正 (SALT上限引上げ等)	2,800	その他収入 (IRSによる徴税強化等)	1,800
所得税控除	2,150		
移民対策	1,100		
Total	24,250	Total	22,650

注) 2021年11月23日時点。TCJA (Tax Cuts and Jobs Act) は2017年の税制改革法案。金額は米CRFB (Committee for a Responsible Federal Budget) の試算による。

出所) 米CRFBより当社経済調査室作成

【図4】11月FOMC後に利上げ観測は一時後退も、足元では来年半ばまでの利上げ開始を織り込み

米国 OIS予想 利上げ回数

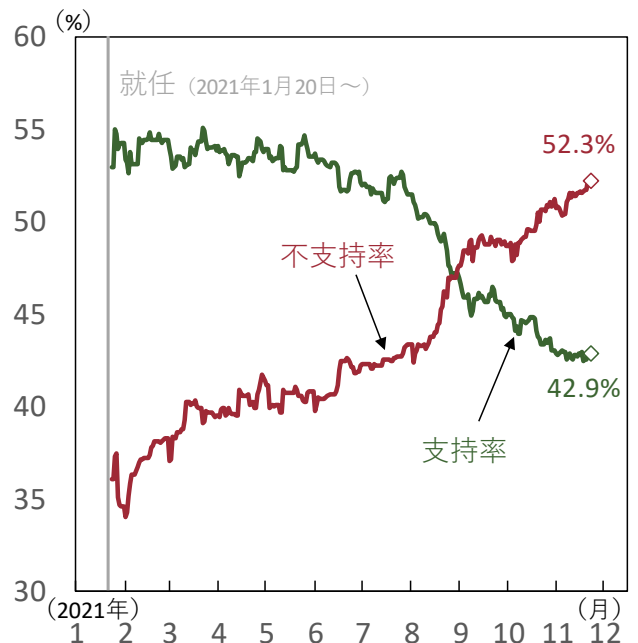


注) 利上げ想定幅は1回=0.25%。OIS=オーバーナイト・インデックス・スワップ。横軸は2022年のFOMC開催日程 (予定)。

出所) 米Bloombergより当社経済調査室作成

**【図6】中間選挙まで1年。バイデン政権は支持率が低迷
インフレに伴う景気不安やコロナ対策が要因**

米国 バイデン大統領 支持率・不支持率



注) 直近値は2021年11月23日。

出所) Five Thirty Eightより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－欧州

2021年12月

欧州経済

7-9月期成長率は予想以上に堅調も、
新型コロナウイルス感染状況が再び急速に悪化ユーロ圏景気は順調に回復も、
新型コロナウイルス感染状況は再度悪化へ

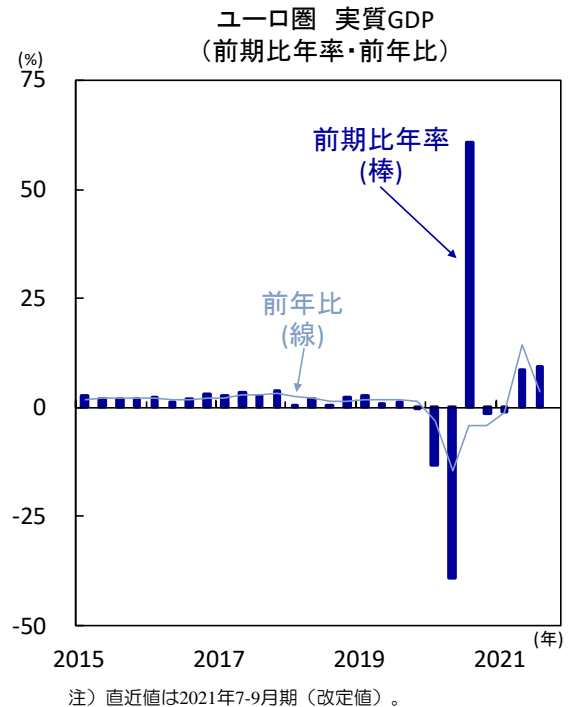
ユーロ圏の7-9月期実質GDP(改定値)は前期比年率+9.3%と、事前の回復ペース鈍化予想に反して、4-6月期(同+8.7%)から伸び率は加速(図1)。行動制限の緩和を背景に、力強い個人消費が景気回復を牽引した模様です。10月以降もユーロ圏の景況感指標は依然良好(図2)。供給制約やインフレ加速等の影響から回復ペースは鈍化が見込まれるものの、引続き回復基調の継続が期待されます。

一方で、ドイツを筆頭に域内主要国では、新型コロナウイルス感染状況が急速に悪化しています(図3)。各国政府は、新型コロナウイルスワクチンの追加接種の拡大を図り、行動制限の段階的強化に着手。行動制限は未だ、ワクチン未接種者等を中心に対象を絞っているものの、対象の拡大や更なる厳格化への懸念は強まっています。また、行動制限の再強化に先立って、人流は既に減少に転じ始めており、各人の行動の慎重化を示唆(図4)。感染再拡大に伴って景気回復が停滞する可能性も強く意識されつつあります。

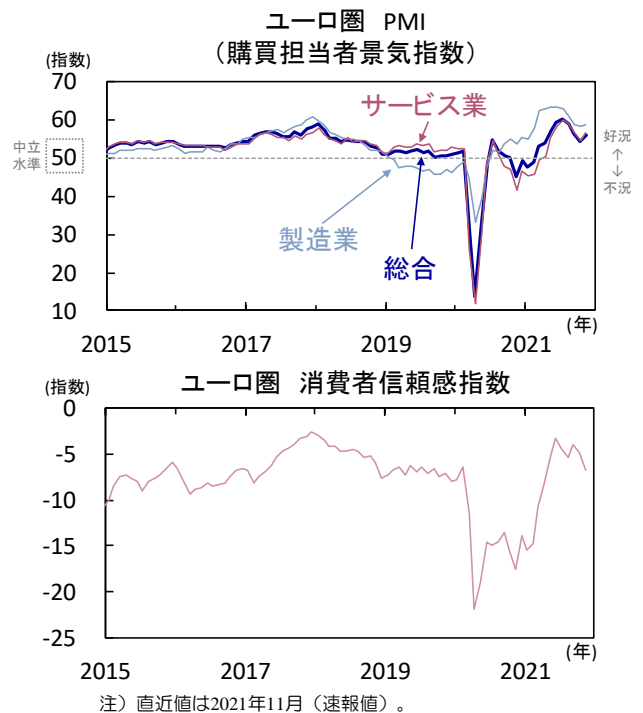
拭えぬECBによる利上げ観測

ユーロ圏の10月消費者物価は前年比+4.1%と伸び率は一段と加速して、約13年ぶりの水準を記録しました(図5)。エネルギー価格の高騰や昨年の時限減税からの反動、供給制約等の影響に加えて、行動制限の緩和に伴いサービス価格も上昇。インフレ圧力は更に強まり、ECB(欧州中央銀行)による利上げ観測の台頭につながっています。

しかし、ラガルドECB総裁は、来年上期中にエネルギー価格は著しく低下するとの見通しを示し、足元の域内の協約賃金上昇率は低水準に留まっていると指摘(図6)。現行のインフレ加速が賃金や物価に及ぼす二次的影響は限られ、中期的にインフレ率は物価目標を下回るとして、利上げ着手には慎重な姿勢を堅持しています。一方、ECBの一部タカ派高官は、域内のインフレ率は2022年には2%を下回る水準に低下するとの見方を提示しつつも、供給網のボトルネックや将来的なエネルギー上昇等は必ずしも短期的ではなく、中期的なインフレ圧力となり得る可能性を指摘。ECBによる利上げ観測は拭えず、域内の物価・賃金動向を注視する展開が続きそうです。(吉永)

【図1】ユーロ圏 事前の回復減速予想に反して、
7-9月期成長率は一段と加速

出所) Eurostat (欧州統計局)より当社経済調査室作成

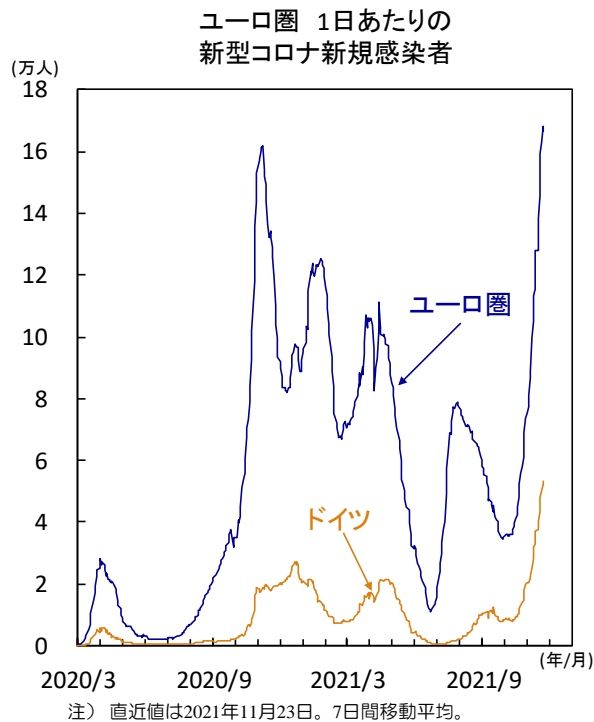
【図2】ユーロ圏 企業・家計心理は依然として
良好な水準での推移を継続

出所) マークイット、EC(欧州委員会)より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－欧州

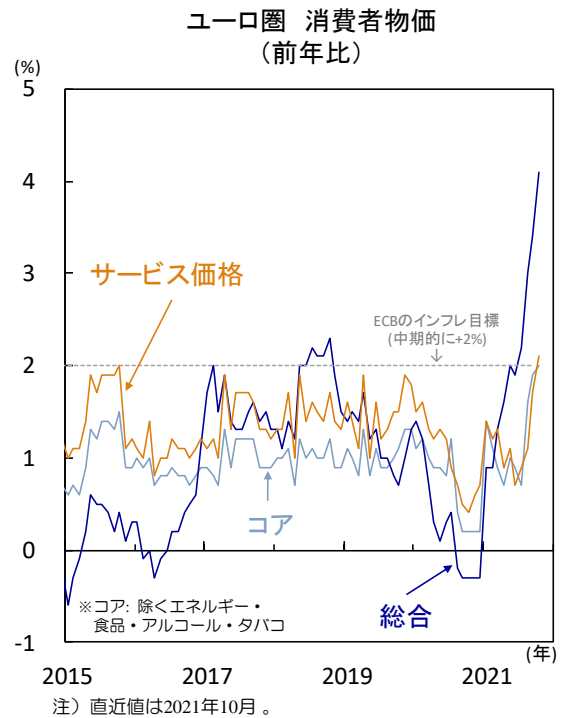
2021年12月

【図3】ユーロ圏 ホリデーシーズンを前に、域内の新型コロナ感染状況は急速に悪化



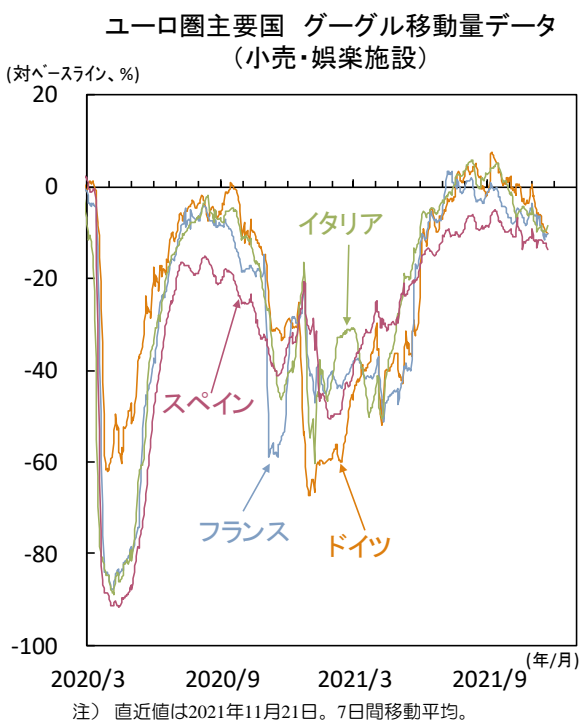
出所) Reutersより当社経済調査室作成

【図5】ユーロ圏 10月インフレ率は一段と加速、コア物価・サービス価格も大きく上昇



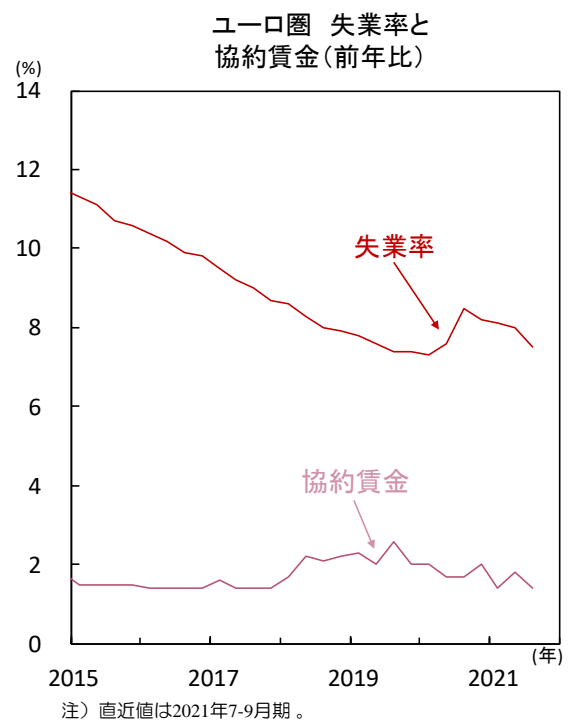
出所) Eurostatより当社経済調査室作成

【図4】ユーロ圏 政府の行動制限措置に先だって、主要国の人出は既に減少へ



出所) Google LLCより当社経済調査室作成

【図6】ユーロ圏 労働市場は堅調に回復も、賃金上昇圧力は未だ限定的



出所) ECB (欧州中央銀行)、Eurostat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12月

オーストラリア(豪)経済

豪中銀は金融政策の正常化へ前進、
インフレ加速で利上げ観測高まる

豪中銀はYCC政策を停止

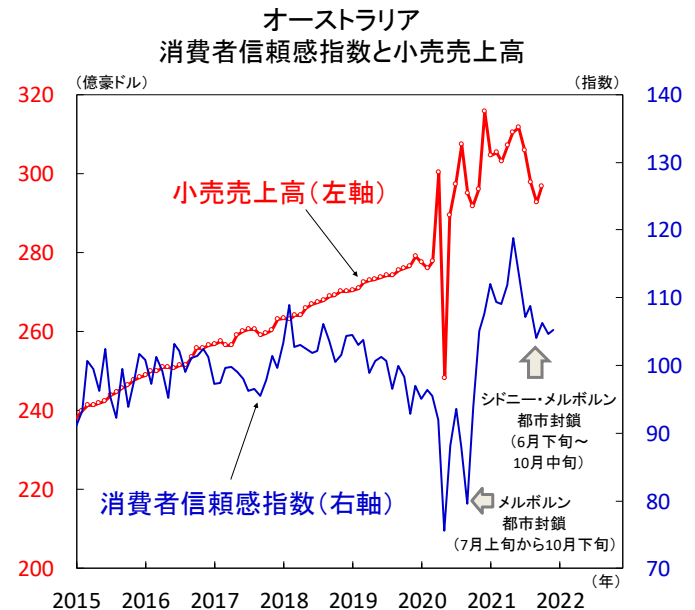
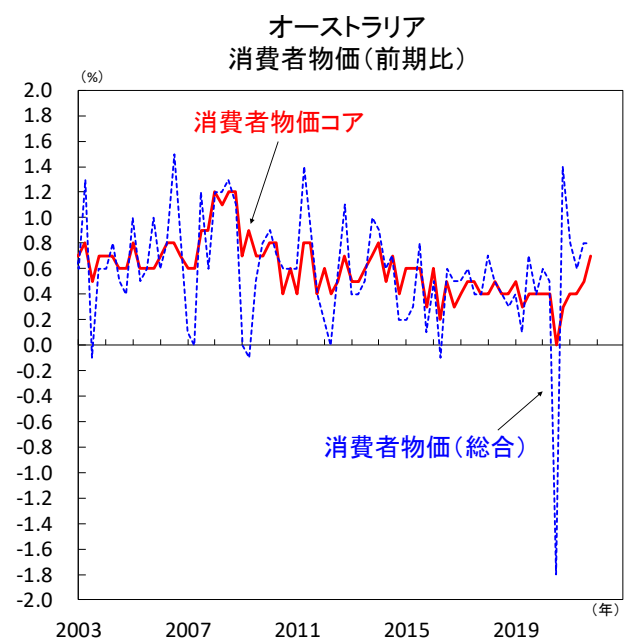
豪中銀は11月の金融政策会合で、政策金利および量的緩和を据え置くも、3年債の利回り目標（イールドカーブ・コントロール：YCC）を撤廃しました。YCC停止の理由には景気改善と予想を上回るインフレ（図1、2）、YCC効果の低下をあげました。政策金利についてはインフレ率が+2~3%の目標範囲内に持続的に収まるまでは引き上げないとし、十分な労働市場の需給逼迫が必要との見解を繰り返しました。一方、政策ガイダンスについては従来の「2024年」といった時間軸は示さず、賃金が上昇するまで忍耐強く対応する用意があるとしました。

ロウ豪中銀総裁は、デルタ変異株の打撃からの速やかな経済回復を予想するも、感染再拡大の可能性や世界的な供給制約による混乱継続、低失業率下での賃金動向など多くの不確実性も指摘しました。2024年より前に利上げをしないという想定は引き続き妥当とし、豪中銀見通しは2022年の利上げを正当化しない事も明言しました。

物価見通しはインフレ目標レンジ内で推移

豪中銀の11月最新見通しでは、2021年の実質GDP成長率が7-9月期の行動規制による落ち込みを反映し下方修正されるも、2022年は据え置かれ、2023年は上方修正されました。失業率は2023年末に4.0%まで低下の見通しを維持、消費者物価見通しは足元のインフレ加速を受け上方修正され、コアインフレ率の予想は2021年末から2023年末にかけて目標範囲内に入りました（図3）。中心シナリオでは2023年末に賃金上昇率は+3.0%に、コアインフレ率は+2.5%に達する見通しであり（図4）、上振れシナリオでは2023年以前の利上げの公算が高まる事になります。

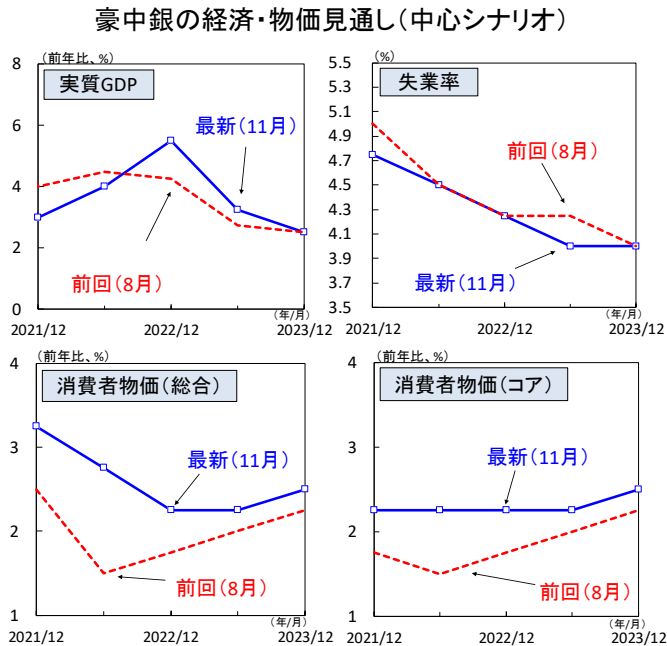
YCC政策の金利安定機能は既に失われており、3年債利回りは大幅に上昇していました（図5）。豪中銀のインフレ見通しや政策ガイダンスが市場予想に比べハト派寄り（金融引き締めには慎重）だったため、国内金利は一旦落ち着きを取り戻しています。一方で金融市場の見通しは依然タカ派的であり（図6）、2022年に複数回の利上げを織り込んでおり金利は上振れやすいとみられます。（向吉）

【図1】都市封鎖により消費者心理は悪化、
個人消費は底堅い動き【図2】消費者物価コア上昇率が上振れ、
インフレ加速が鮮明に

② 各国経済見通しーオーストラリア

2021年12月

**【図3】 豪中銀は物価見通しを上方修正、
インフレ率は豪中銀の目標範囲内に**



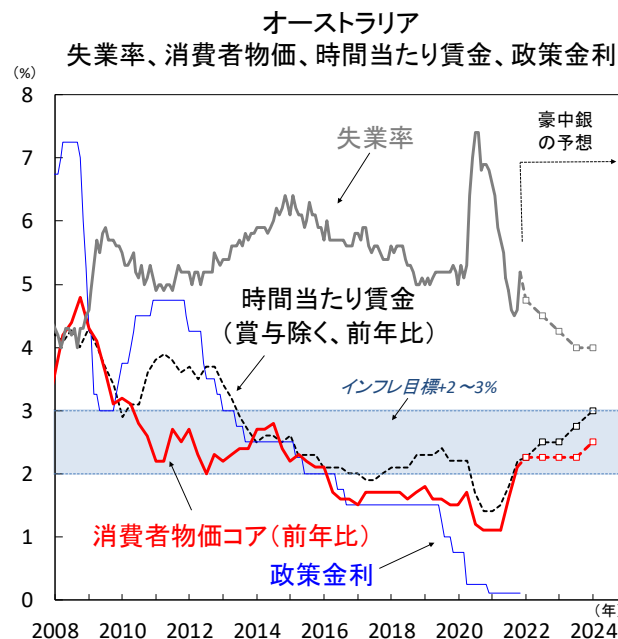
注) 「金融政策報告 (2021年11月)」より作成。
出所) 豪中銀より当社経済調査室作成

**【図5】 債券利回りは上昇基調、
豪中銀の早期利上げを織り込む動き**



注) 直近値は2021年11月24日。
出所) 豪中銀、Bloombergより当社経済調査室作成

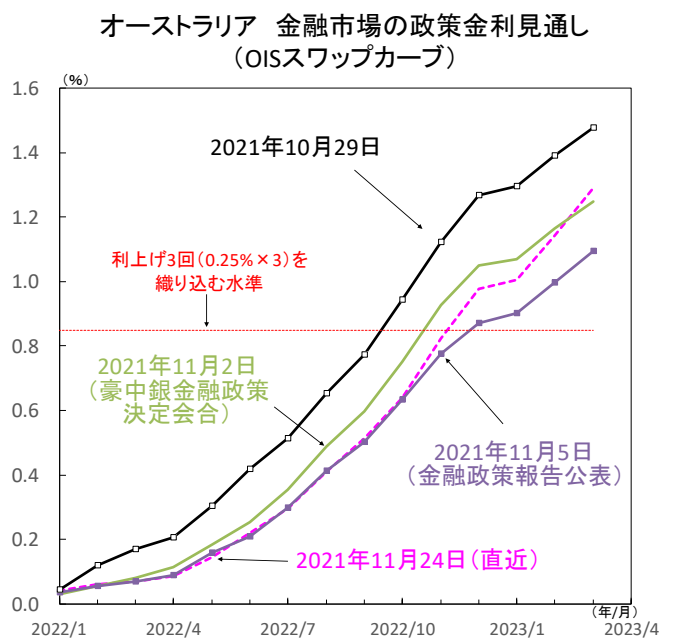
**【図4】 豪中銀の中心シナリオでは、
コアインフレ率は2023年末に目標レンジ中心に到達**



注) 直近値 (実績) は失業率が2021年10月、消費者物価と時間当たり賃金が同年7-9月期、政策金利は同年11月24日時点。消費者物価コアはトリム平均。豪中銀の予想は2021年11月時点の中心シナリオ。

出所) オーストラリア統計局、豪中銀より当社経済調査室作成

**【図6】 インフレ加速を受け市場の利上げ観測強い、
2022年に3-4回の利上げを織り込む動き**



注) OISスワップカーブは金融市場の政策金利見通しを反映。
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－中国

2021年12月

中国経済

習政権は六中全会で政治体制を強化、
2022年に向け景気重視に軸足移すか？

北京五輪前の感染拡大に神経尖らす習政権

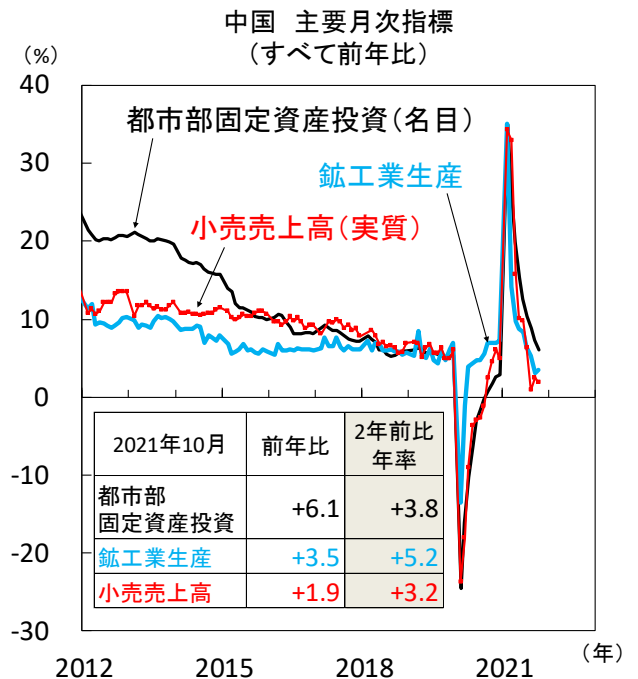
中国経済は先行き不安を拭えずにいます。主要月次指標の2年前比年率を見ると、鉱工業生産が9月:+5.0%→10月:+5.2%、小売売上高（実質）が同+2.4%→+3.2%と改善も、都市部固定資産投資（年初来）は同+4.0%→+3.8%へ鈍化するなど、昨年来の不動産市場引き締めを契機とした景気減速基調からの脱却には至っていません（図1）。

小売売上高の動きが示唆するように個人消費底固めの兆しもうかがえましたが、好調なのはネット消費などに限られ、外食など接触型サービスは引き続き低調な印象です（図2）。特に新型コロナ感染が全体では少数ながら広範に発生したことが響きました（図3）。中国政府はゼロ・コロナが基本方針のため、1人でも感染者が出れば厳しい行動制限に動く傾向があります。中国では10.8億人がワクチンを2回接種、6,500万人が3回目接種を終えましたが（11月19日時点）、来年2月開催の北京冬季五輪成功を目指す上でも警戒を緩めづらい状況が続くそうです。

不動産市場発の景気減速圧力の緩和が不可欠

消費安定には、世界的難題であるインフレも避けたいところですが、中国も例にもれず供給網混乱の兆候が見られ、企業はコスト高に直面しています（図4）。足元、消費者物価の上昇は限定的ですが、生産者物価の上昇が長引けばいずれ波及するリスク、また苦境続く中小企業中心に雇用回復の足かせとなるリスクには要注意です。

電力不足問題は、主因である石炭供給不足・価格高騰の解消に向けた当局主導の備蓄放出や増産、豪産石炭輸入再開もあり在庫増・価格下落に転じるなど一歩前進しました。ただし、発電量全体の伸びは鈍く、冬場の安定的な電力供給に向け不安は残ります（図5）。特にエネルギー消費の大きい鉄鋼など旧来型素材産業は、脱炭素や不動産開発低迷も相まって厳しい事業環境を強いられそうです（図6）。習政権は11月の六中全会で3期目に向けた政治基盤を固めましたが、12月の中央経済工作会議などを通じ、景気支援に踏み出すかが焦点です。（瀧澤）

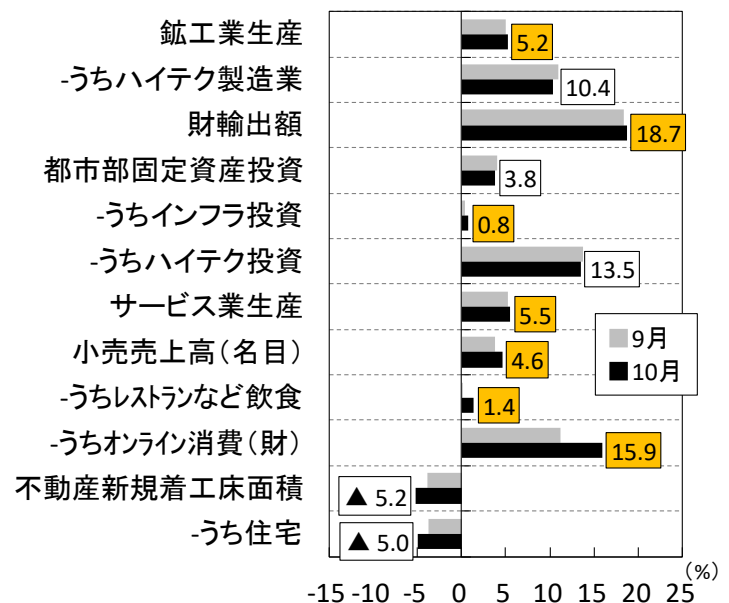
【図1】中国の月次景気指標は一部底入れの兆し、
だが2022年に向けた悲観論払拭には至らず

注) 小売売上高（実質）は国家統計局算出値。
都市部固定資産投資は年初来。
直近値は2021年10月時点。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図2】ハイテク分野や外需は引き続き好調も、
不動産市場減速に伴う下押し圧力は根強い

中国 主要景気指標の2021年9・10月値
(2年前比(2019年同月比)年率)



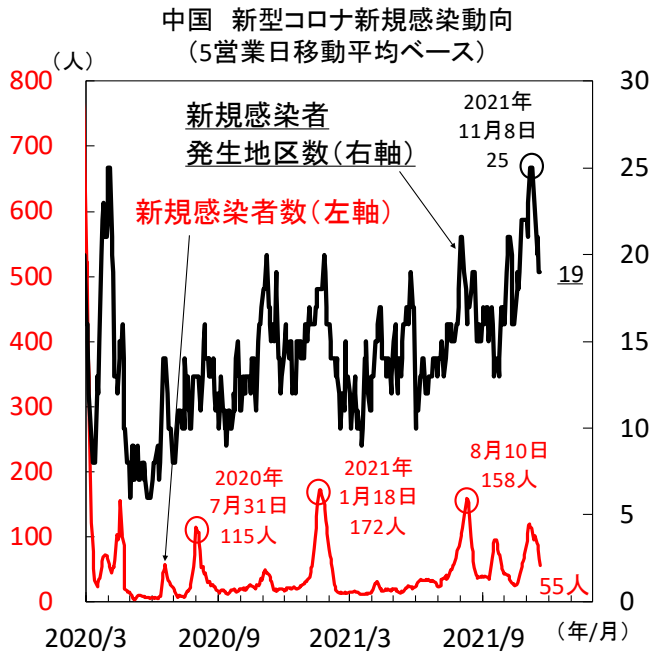
注) 凡例の値は2021年10月値。オレンジ色塗りは10月に加速した分野。
都市部固定資産投資、不動産販売床面積は年初来累計ベース。
オンライン消費は当社経済調査室が単月換算。

出所) 中国国家统计局、中国海関総署より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－中国

2021年12月

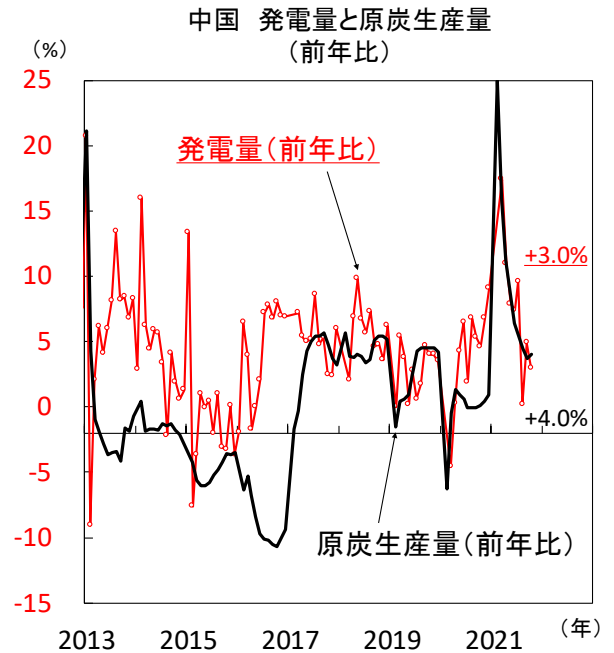
【図3】「ゼロ・コロナ」を基本とする中国政府、秋の感染拡大で行動制限の緩和には動けず



注) 新規感染者発生地区数は全31省・市・自治区のうち新規感染者数が1人以上となった数とした。
直近値は2021年11月19日時点。

出所) 中国国家衛生健康委員会、Refinitivより当社経済調査室作成

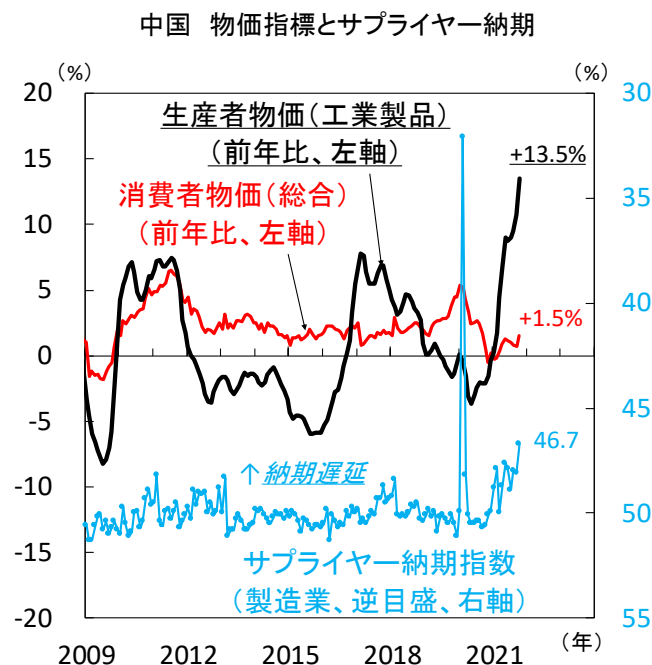
【図5】電力不足解消に向け石炭増産へ、だが安定的な電力供給には今一歩か



注) 直近値は2021年10月時点。

出所) 中国国家統計局より当社経済調査室作成

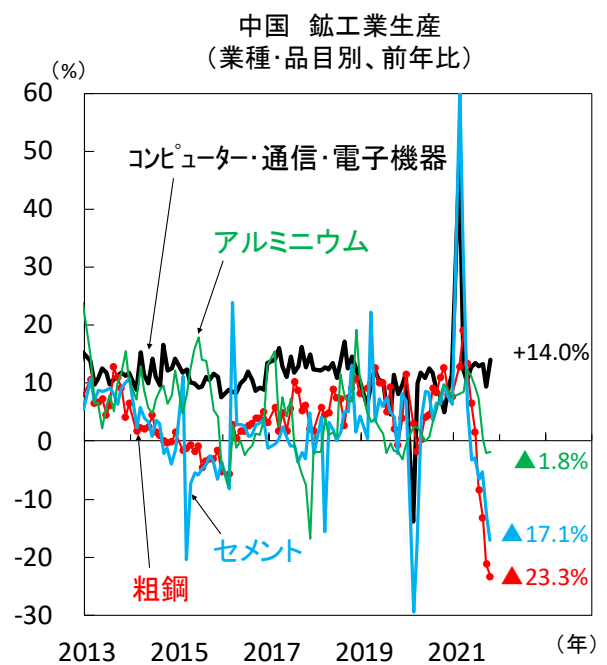
【図4】中国でも供給網混乱の影響が顕在化、川上物価上昇が川下に波及しないか要注意



注) サプライヤー納期指数は製造業PMI(国家統計局)ベース。
直近値はすべて2021年10月時点。

出所) 中国国家統計局より当社経済調査室作成

【図6】ハイテク製造業は引き続き堅調だが、電力制限や脱炭素計画は素材産業の重石に



注) アルミニウムは電解アルミニウム。
直近値は2021年10月時点。

出所) 中国国家統計局より当社経済調査室作成

② 各国経済見通しーインドネシア

2021年12月

インドネシア経済

コロナ感染を乗り越え回復に向かう景気

7-9月期には家計消費や設備投資が低迷

7月よりコロナ感染の急拡大に見舞われたインドネシア。景気は7-9月期に下押しされたものの、その後の感染収束に伴って回復しています。7-9月期の実質GDPは前年比+3.5%(前期+7.1%)。昨年のコロナ・ショックの影響を除いた2年前比年率は+0.0%(同+0.7%)と横ばいでした。

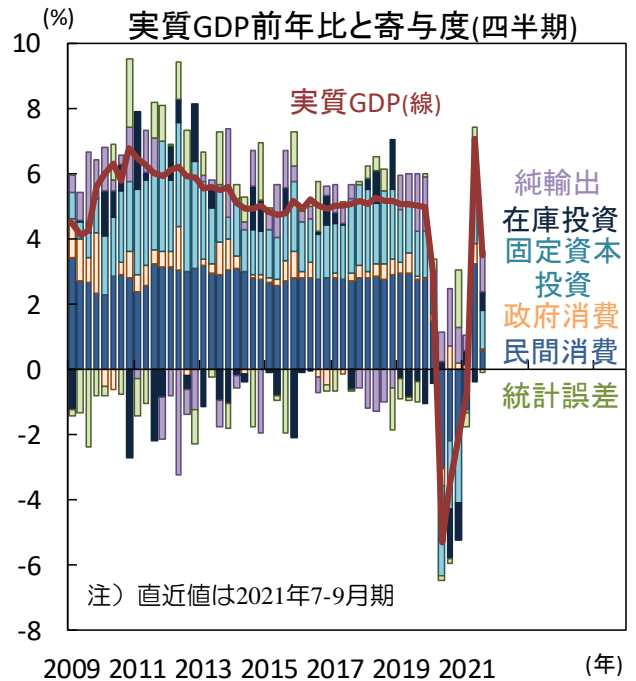
需要側では輸出が堅調な一方で、感染抑制策の強化に伴って家計のサービス消費が落込み、企業の設備投資も低迷しました。家計消費は同▲1.5%(同+0.1%)と反落。感染抑制策に伴って運輸・通信や飲食・宿泊の消費が下げ幅を広げました。政府消費は同+5.1%(同+0.3%)と加速。景気支援策関連の経常歳出が伸びました。固定資本投資は同▲1.5%(同▲0.9%)。設備投資が同▲6.1%(同+1.9%)と反落し、建設投資も同▲1.2%(同▲0.6%)と下げ幅を広げました。外需では、総輸出が同+6.8%(同+7.8%)と堅調でした。海外からの来訪者が落込みサービス輸出が同▲36.5%(同▲33.9%)と低迷した一方、財輸出が同+11.2%(同+11.9%)と好調。電気自動車用電池に用いられるニッケル等卑金属や石炭やパーム油の輸出が伸びました。総輸入は同+0.1%(同+3.7%)と鈍化しました。

一次産品輸出にけん引され農業や鉱業が堅調

生産側では、石炭や卑金属やパーム油の輸出の伸びを背景に鉱業や農林漁業が加速した一方、感染抑制策の影響でサービス部門が落込み、供給網の混乱や人手不足に伴って製造業も軟調でした。

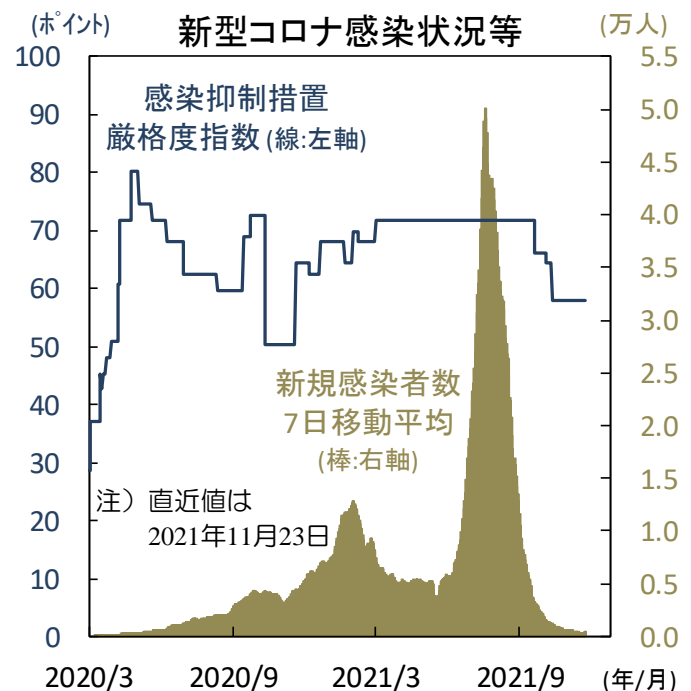
農林漁業は同+1.7%(同+1.3%)と加速。園芸作物が鈍化したものの、油やし等プランテーション作物が伸びました。鉱業は同+1.6%(同+1.2%)と加速しました。石油・ガスがマイナスの伸びとなった一方で、石炭が同+3.0%(同+1.9%)と加速し、鉱物も同+16.7%(同+24.8%)と好調。石炭や卑金属輸出の堅調な伸びが背景です。製造業は同▲0.4%(同+0.0%)と反落しました。ニッケル等卑金属が同+7.3%(同+10.1%)、化学・医薬が同+12.3%(同+8.9%)と堅調であったものの、電子、運輸機器、燃料精製、ゴム・製品などが下げ幅を拡大。感染抑制策に伴って労働供給が逼迫し工場の操業も制約されたことに加え、一部の部門では供給網の混乱による原材料不足も生じました。

【図1】7-9月期の実質GDPは前年比+3.5%、
しかし2年前比年率は+0.0%と軟調



出所) インドネシア中央統計局(BPS)、CEICより当社経済調査室作成

【図2】新型コロナの新規感染者数は
今年7月にピークを打ち、その後急速に減少



出所) 世界保健機関(WHO)、英オックスフォード大学、CEICより当社経済調査室作成

② 各国経済見通しーインドネシア

2021年12月

回復を始めた景気を低金利で支援

感染収束を受け感染抑制策を段階的に緩和

建設業は同▲0.4%(同▲0.6%)と下げ幅を縮小。政府によるインフラ投資や住宅市場支援策(後述)に加え、操業制限の対象とならなかったことが支援材料となりました。サービス部門は同▲0.2%(同+1.6%)と低迷しました。情報通信が同+8.1%(同+8.9%)と好調で不動産も同+2.7%(同+2.6%)と堅調だったものの、感染抑制策の影響で宿泊・飲食が同▲6.2%(同▲2.6%)、運輸・倉庫が同▲9.1%(同▲7.0%)と下げ幅を拡大。なお、不動産部門は住宅融資の頭金規制の緩和や新築住宅販売に関わる付加価値税(VAT)の免税など住宅市場支援に支えられました。

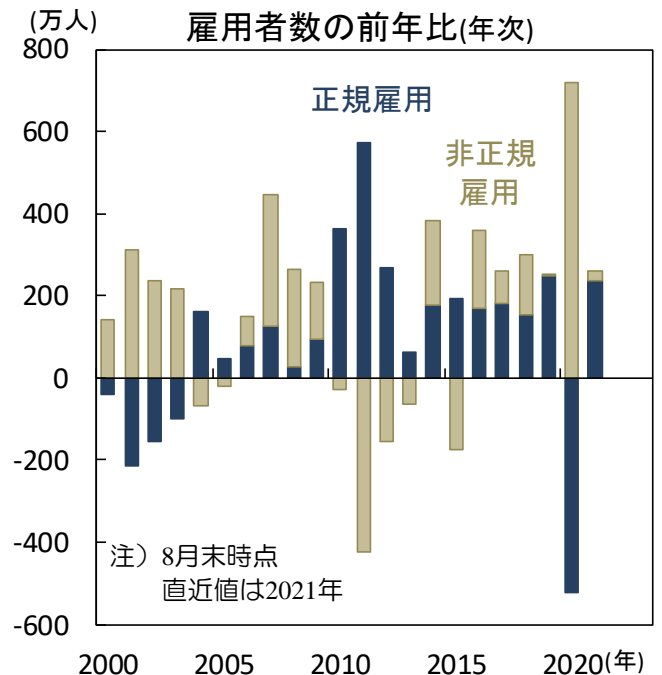
一次産品価格の上昇に伴う交易条件の改善に加え、今後は経済活動の正常化と家計消費の回復が景気の拡大を促すでしょう。新規コロナ感染者は11月23日時点で427人(7日移動平均)と7月半ばの5.0万人より大きく低下(図2)。政府は8月半ばより感染抑制策を段階的に緩和しています。一方、ワクチン接種率(2回完了)は11月22日時点で32.5%と低位。政府は年末休暇時の感染再拡大を警戒し、感染抑制策の解除を先送りする模様です。

来年半ばまで政策金利は据置かれる見込み

来年初以降も感染再拡大がなければ感染抑制策が全面的に解除され、5月初旬の断食明け大祭(レバラン)期の家計消費の回復を促すとみられます。雇用環境の改善も家計消費の回復を促すでしょう。今年8月時点の正規雇用者数は2年前比▲288万人と雇用の回復は道半ばです(図3)。一方、非正規雇用のうち家事手伝いは同+334万人。感染拡大に伴って都市部サービス部門の出稼ぎ労働者が失職し帰郷した影響です。今後は経済活動の正常化に伴って事実上の失業者が復職し都市部の家計消費の回復を促すでしょう。家計消費の回復は企業収益の改善と投資の再開を促し景気拡大を後押しする見込みです。今年通年の成長率は+3.5%前後(昨年▲2.1%)と勢いを欠くものの、来年は+5.0%前後まで成長率が加速すると予想されます。

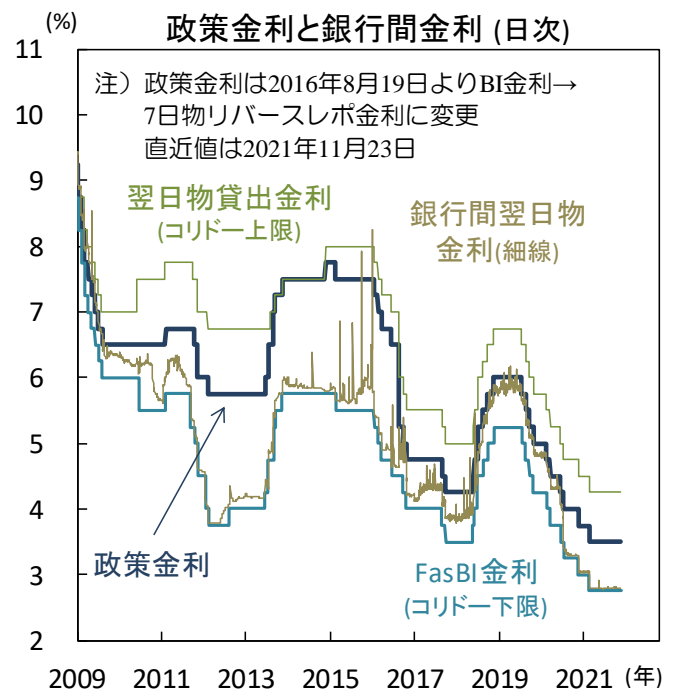
インドネシア銀行(BI)は、1月の会合で政策金利を3.5%に維持(図4)。BIの声明は、来年の経常赤字は低位で、インフレ率も目標(+2~4%)の範囲内となり、景気は今年10-12月期より加速すると予想。物価上昇圧力に乏しくルピア相場も安定が見込まれる中、BIは今後も金利を据置いて景気回復を待ち、来年半ば以降に金融緩和の正常化のための利上げの機会を探ると予想されます。(入村)

【図3】 昨年のコロナ感染ショックで急減した
正規雇用者数の回復は道半ば



出所) インドネシア中央統計局(BPS)、CEICより当社経済調査室作成

【図4】 物価上昇圧力やルピア安圧力が限定的な中、
政策金利を低位に保って景気回復を支援



出所) インドネシア銀行(BI)、CEICより当社経済調査室作成

② 各国経済見通しーメキシコ

2021年12月

メキシコ経済

供給制約から弱含んだ景気
インフレ見通しは大幅引き上げ

7-9月のGDPは感染第三波の影響大きく

7-9月期GDP成長率は前年比+4.6%へ減速(図1)、前期比は▲0.2%と市場予想の0.0%を下回りました。産業別では、第一次産業が同+0.7%、第二次産業が同+0.7%と回復した一方、第三次産業が同▲0.6%と低下しました。新型コロナウイルスの感染第三波がサービス消費を下押ししたことが要因です。9月の鉱工業生産指数は季節調整済み前月比▲1.4%(8月+0.0%)と3カ月ぶりに反落し、市場予想の▲0.2%を下回りました。建設業が同▲1.4%(同+1.9%)と反落、製造業は同▲1.3%(同▲1.0%)と2カ月連続で低下しました(図2)。世界的な供給制約の影響を受けた自動車生産の不振が製造業全体を下押しする結果となりました。

メキシコでは全人口の5割弱(成人の7割以上)がワクチン2回接種を完了し、1日当たり新規感染者数もピーク時の1.9万人から1,500人程度まで減少しました(図3)。10-12月期GDPは回復も2021年通年の成長率は+5.5%程度と、昨年からの反動を考慮しても低い水準が予想されます。

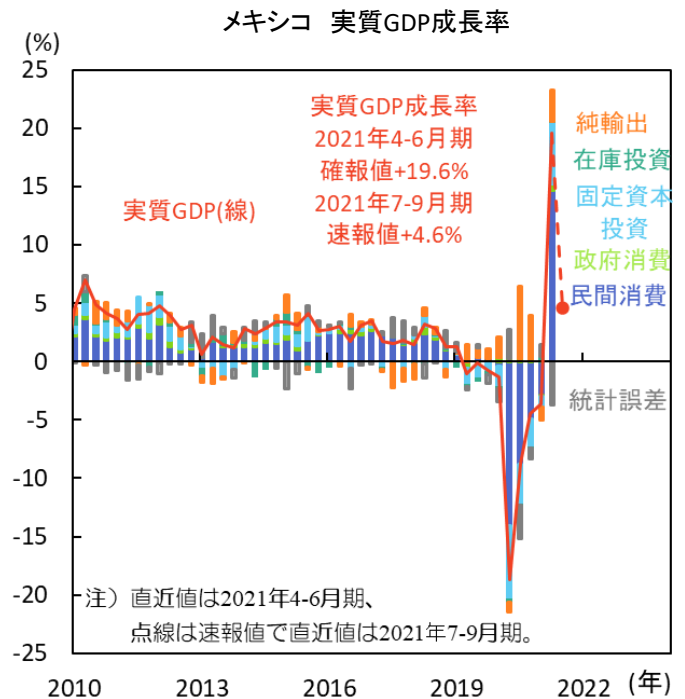
インフレ圧力の高まりを受け利上げを継続

メキシコの10月の消費者物価は、前年比+6.24%(9月+6.00%)と高水準です。コア物価は同+5.19%(同+4.92%)と2009年5月以来の高水準となり、財・サービスとも上昇に寄与しました(図5)。供給制約と内需の回復が価格上昇圧力を生んでいます。また足元エネルギー価格の高騰から引き続き上昇圧力を受けると予想され、一時的と考えられていたインフレも先行き不透明感が強まっています。

メキシコ銀行(中銀)は11月11日の金融政策決定会合で政策金利を25bp引き上げ5.00%にすることを前回会合と同様4対1の投票で決定し、6月から4会合連続の利上げとなりました。声明では次回会合について、前々回から据え置いていた「インフレとその予測の見通しに対し影響を与える全ての要因を評価する」という文言に「インフレ圧力についても徹底的に評価する」という文言が付け加えられ、インフレ見通しも大きく引き上げました。足元のコモディティ価格の上昇も鑑みると、来年第2四半期にかけて今回と同程度の利上げが複数回行われ、政策金利は6%まで引き上げられると予想されます。(松本)

【図1】7-9月期のGDPは前年比+4.6%

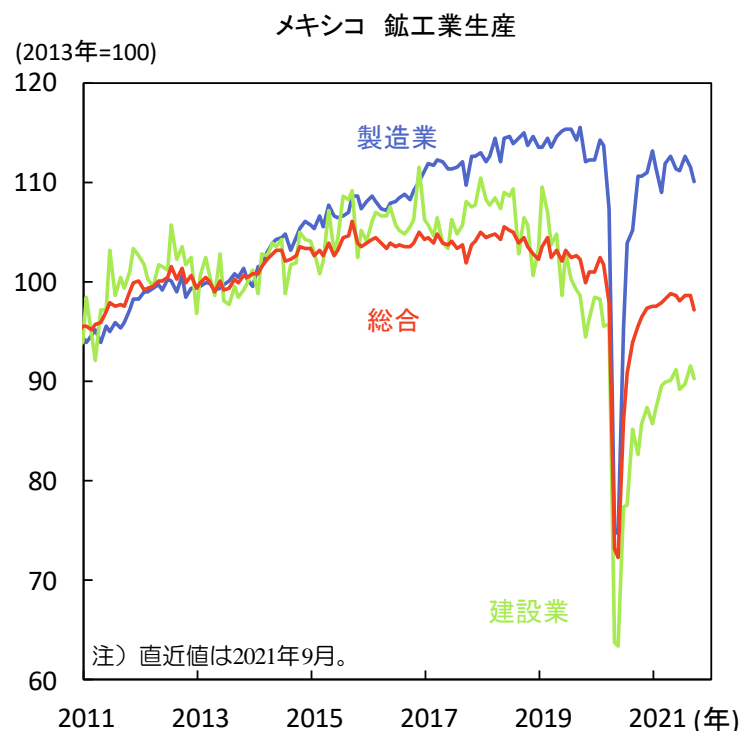
年間の成長率は+5.5%程度と低い予想



出所) メキシコ国家統計地理情報院(INEGI)より当社経済調査室作成

【図2】鉱工業生産は供給制約の影響を受け

自動車生産が製造業を下押し

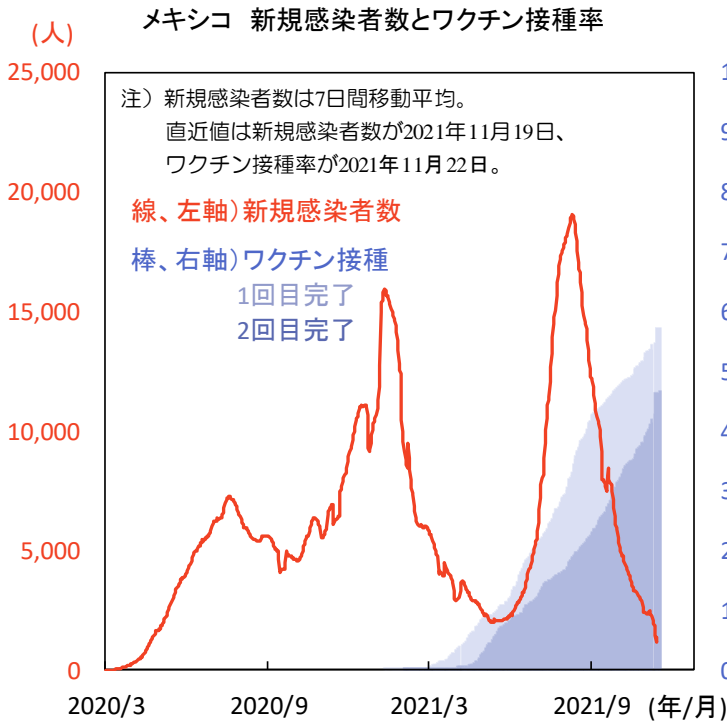


出所) メキシコ国家統計地理情報院(INEGI)より当社経済調査室作成

② 各国経済見通しーメキシコ

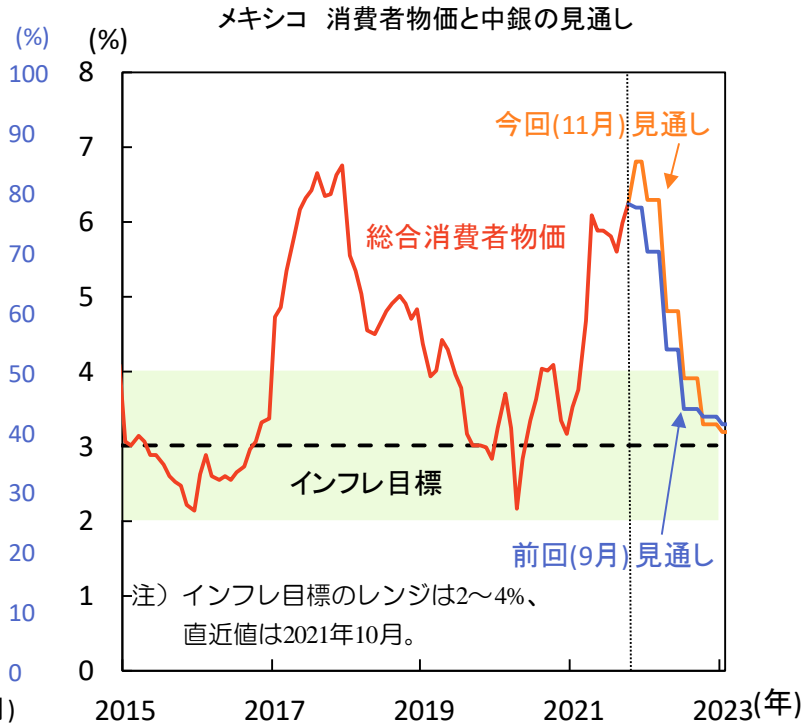
2021年12月

【図3】新型コロナ感染は夏場拡大するも足元沈静化、
今後はサービス消費の回復に期待



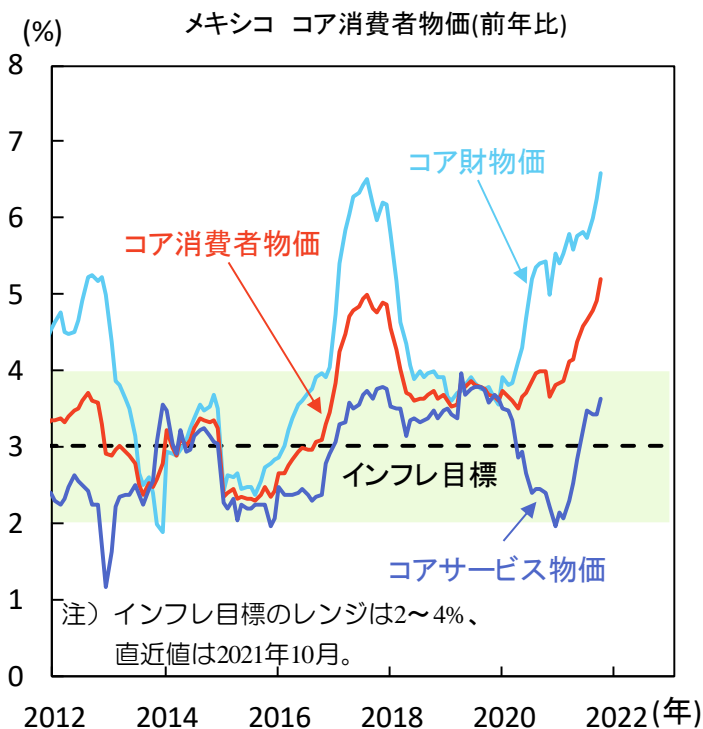
出所) WHO(世界保健機関)、CEICより当社経済調査室作成

【図5】インフレ目標を大幅に上回る消費者物価、
中銀見通しでは来年第3四半期に目標範囲内に



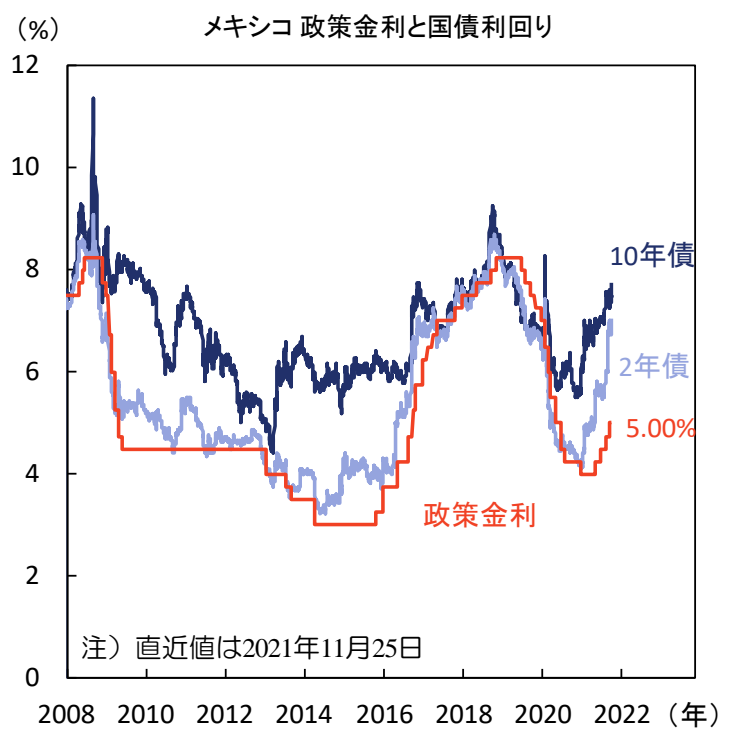
出所) メキシコ国家統計地理情報院(INEGI)、メキシコ銀行より当社経済調査室作成

【図4】消費者物価は供給制約と内需回復により
財・サービスともに上昇



出所) メキシコ国家統計地理情報院(INEGI)より当社経済調査室作成

【図6】中銀は、物価上昇は一時的とするも先行き不透明、
政策金利は4会合連続の利上げ



出所) メキシコ国家統計地理情報院(INEGI)、メキシコ銀行より当社経済調査室作成

③ 市場見通し－株式

2021年12月

世界

11月の株式市場は後半にかけ上値重い展開に

11月の株式市場は月前半に底堅く推移したものの、後半はやや上値の重い展開となりました（図1上・下）。中国景気の減速感が拭えないなか、米国中心に世界的にインフレ率が上昇、先進国の金融引き締め観測が広がりつつあることが嫌気された模様です。一方、先進国では他国に比べ出遅れ感があった日本やフランス、新興国では堅調な半導体需要を背景に台湾の上昇が目立ちました。

物価・金融政策だけでなく政治面にも要注意

株式市場がインフレや金融政策動向に神経を尖らせるなか、11月は米中首脳会談など国際政治で動きも見られました。12月は9-10日に米主催の民主主義サミット（中露招待せず台湾招待予定）、10-12日に英主催のG7（先進7カ国）外相会合（ASEAN（東南アジア諸国連合）初招待）、米国では予算延長・債務上限問題の再燃も予想され、政治面への目配りも必要となりそうです。（瀧澤）

日本

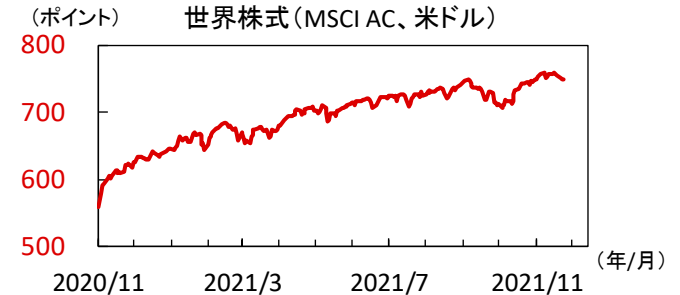
衆院選を経て、政局不安定化リスクが後退

11月の日経平均株価は前月末比1.4%上昇しました（～24日）。10月末の衆院選で自民党が過半数議席を確保し、国内政治の不透明感が払拭されました。リスクオン相場のなか、7-9月期企業決算は全体的に良好だったほか、為替市場のドル高円安や政府の大型経済対策等も支援材料となりました。下旬には米金融当局の人事報道を受けて米ハイテク株が下落し、日経平均も軟調でした。

先行きの景気回復期待が株価を下支え

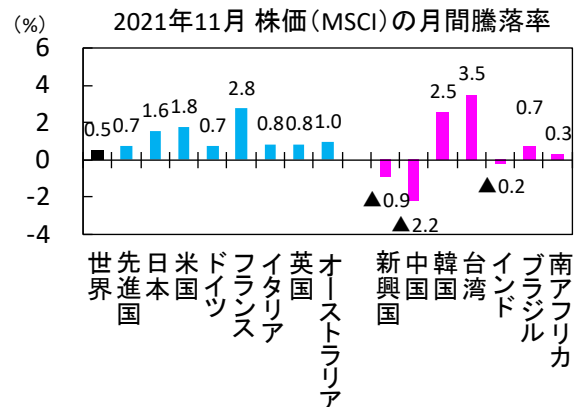
7-9月期実質GDPは内需が重石となり、2四半期ぶりのマイナス成長となりました。他方、10月以降の国内経済は行動制限緩和や財政支援等を背景に正常化が進むとみられます。東南アジアでの部品供給問題は徐々に解消するとみられ、自動車生産の持ち直しが期待されます。業績予想の改善は続く可能性があり、株価は底堅く推移するとみまます。ただし、国内での感染第6波や原材料高騰に伴う企業収益の悪化等がリスクとみまます。（田村）

【図1】11月は先進国優位も全体で上値重い地合い



注) 直近値は2021年11月24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。11月24日時点。

出所) MSCI、Refinitivより当社経済調査室作成

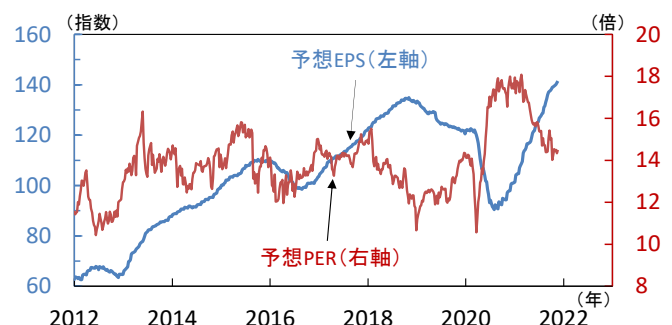
【図2】業績予想は良好で株価を下支え



注) 直近値は2021年11月24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11月19日。EPSは1株当たり利益、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12月



米国

米FOMCの政策転換予告好感し反発

11月のNYダウは▲0.2%（～24日）と一進一退となりました。米FOMC（連邦公開市場委員会）は大方の予想通り、米FRB（連邦準備理事会）による資産買入額の縮小を表明しました。株式市場は正常化に向け始動した金融政策の不透明感払拭を好感し上昇しました。しかし、景況感の改善も賃金上昇や資源価格上昇など、根強い先行きへの物価上昇懸念等が株価の重石となりました。

米クリスマス商戦で収益改善等を期待

12月の米株は堅調に推移するとみています。12月より本格化のクリスマス商戦は、昨年比8.5～10.5%増（全米小売業協会調べ）と堅調見込みです。加速する生産や投資は急増する需要を徐々に満たし、収益改善や物価安定に寄与すると期待されます。但し、市場参加者が減るこの時期、債務上限やバイデン大統領肝入りの財政拡大策（ビルド・バック・ベター法案）の議会審議や成立の行方は不透明、波乱要因になるかも知れません。（徳岡）



欧州

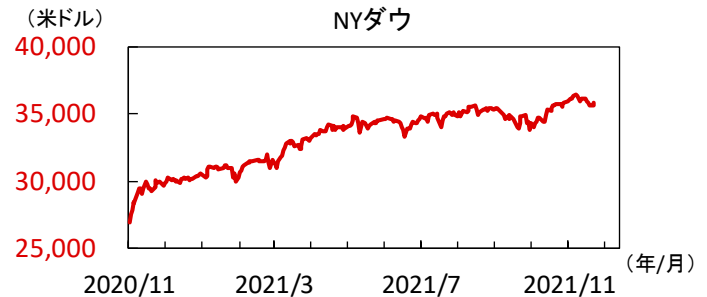
新型コロナウイルス感染再拡大への懸念が再浮上

11月のストックス・ヨーロッパ600指数は+0.88%（～27日）と上昇基調を維持。域内の順調な景気回復や好調な7-9月期企業決算に加えて、ラガルドECB（欧州中央銀行）総裁は早期利上げに慎重な姿勢を提示し、中旬まで史上最高値の更新を繰り返しました。しかし、月末にかけて、域内の急速な新型コロナウイルス感染再拡大や感染抑制策の再強化を受けて、域内景気回復への懸念が再燃しています。

景気回復の停滞懸念で株式相場は軟調か

供給制約やインフレ加速への懸念は残りつつも、ユーロ圏の企業景況感や投資家心理は依然良好。先行きの企業業績改善への期待も強まっており、引続き株価の高値圏での推移を下支えしそうです。一方、足元の新型コロナウイルス感染再拡大を背景に、各国政府による感染抑制策の更なる強化は不可避とみられ、サービス消費の低迷や景気回復低迷への懸念は相場の重石となりそうです。（吉永）

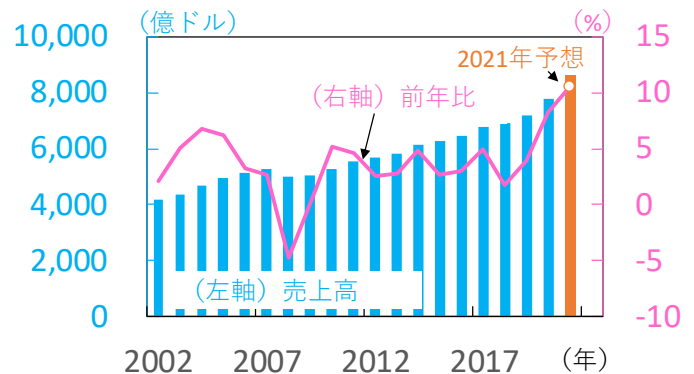
【図3】米クリスマス商戦堅調で株価にフォローの風



注）直近値は2021年11月24日時点。

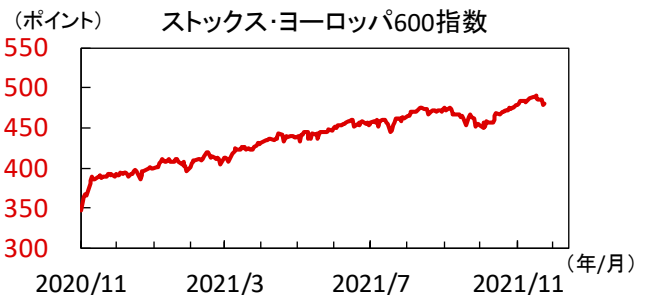
出所）Refinitivより当社経済調査室作成

米国 クリスマス商戦（年次）



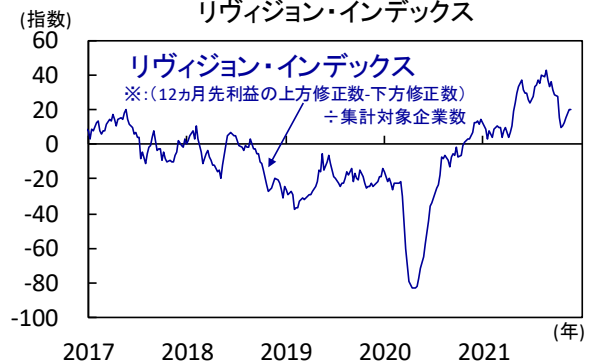
出所）全米小売業協会より当社経済調査室作成

【図4】7-9月期決算は好調、業績見通しは改善へ



注）直近値は2021年11月24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指数の
リヴィジョン・インデックス

注）直近値は2021年11月19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12月

世界

11月は米国債券や新興国債券が軟調

11月の債券市場は地域別にまちまちの展開でした（図1上・下）。先進国国債では米国が軟調。インフレ加速で早期利上げ観測が台頭、他の先進国に比べ金利上昇が目立ったことが重石となりました。新興国債券は先進国に比べ相対的に弱含みしました。10月下旬に予想以上の大幅利上げを行ったロシア、11月に予想外の3年ぶり利上げに動いた南アフリカなどの金利上昇に押された印象です。

金融引き締め懸念に押されやすい債券市場

11月のユーロ圏やオーストラリアは、利上げに前のめりな市場を中銀がけん制する構図で金利が一旦低下しました。当面は金融政策見通しを巡る中銀と市場の綱引きは続くとみえます。ただし各国とも、目先はインフレ率の明確な鈍化が期待しづらく、利上げ観測が高まりやすい環境にあります。特に市場の視線が米国の行方に集まるなか、新興国債券への逆風は残る見込みです。（瀧澤）

日本

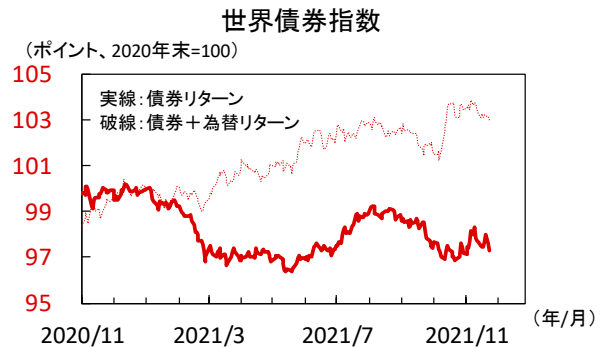
国内金利は再び低下

11月の10年債利回りは前月末から0.01%低下しました（～24日）。上旬は米FOMC（連邦公開市場委員会）で早期利上げに慎重な姿勢が示され、米長期金利の低下を受けて0.05%台まで低下しました。中旬以降は政府の大型経済対策に伴う国債増発が懸念されたほか、米金融当局の議長再任報道を受けて米長期金利が上昇したことで、国債売りが再び強まって国内金利は上昇しました。

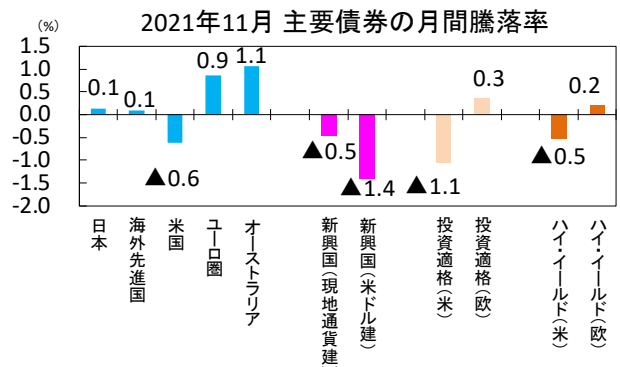
低金利環境は当面続く見込み

欧米等でインフレ懸念が残るなか、海外中銀の早期利上げ観測等を受けて国内金利の上昇余地はありそうです。他方、国内の消費者物価は低位で推移しており、日銀の黒田総裁は11月の会見で2022年半ば頃には1%程度、その後も2023年にかけて物価上昇率を高めるも「2%の物価目標」には達しない姿を見込むと言及。目標達成まで粘り強く金融緩和を続けると海外中銀との違いを強調するなど、低金利環境の長期化が想定されます。（田村）

【図1】11月は先進国>新興国、欧・豪>米の展開

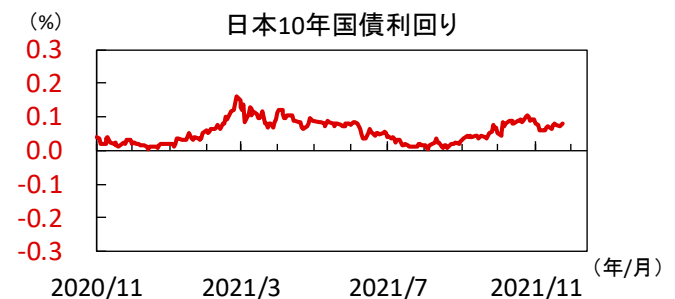


注) FTSE WGBIのトータルリターン・インデックス。
為替リターンは円。直近値は2021年11月23日時点。
出所) FTSE、Bloombergより当社経済調査室作成



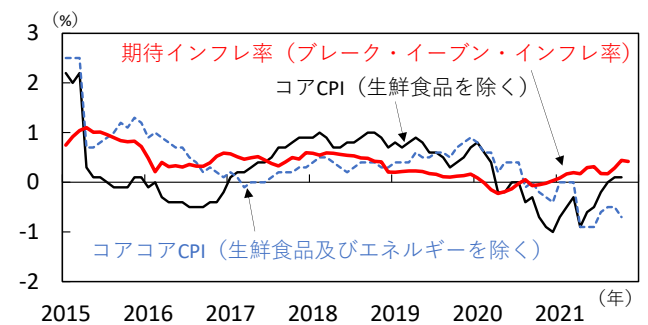
注) 現地通貨ベース。対象インデックスは28頁をご参照。10月26日時点。
出所) FTSE、ICE、JPモルガンより当社経済調査室作成

【図2】欧米に比べ、日本の物価上昇は限定的



注) 直近値は2021年11月24日時点。
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

日本 消費者物価(前年比)



注) 直近値は全国消費者物価が2021年10月。ブレイク・イーブン・インフレ率(10年)は同年11月24日時点。

出所) 総務省、Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－債券

2021年12月



米国

10年国債利回りは1.6%を超え上昇

11月の米10年国債利回りは1.6%を超え上昇しました。米FOMC（連邦公開市場委員会）は、米FRB（連邦準備理事会）による資産買入額の縮小を表明しました。FRBの見方とは裏腹に物価高騰の長期化懸念から利上げ観測が高まると、景気減速懸念をも高め米10年国債利回りは一時1.5%を割り込みました。その後反転した同利回りは、FRB次期議長にパウエル氏指名で上昇が加速しました。

米長期金利はクリスマス商戦受け上昇を予想

米10年国債利回りは上昇、長短金利差は拡大方向とみえています。足元加速する物価を受け米短期金利はFRBの急速なタカ派（積極的金融引締め）化を示唆、12月FOMCは金融政策の正常化を一步前進させる可能性があります。また堅調な見込みのクリスマス商戦は長期金利上昇要因とみえています。但し連邦政府の債務上限や財政拡大策の議会審議・成立の行方は依然として不透明、債券市場を揺さぶる材料として警戒しています。（徳岡）



欧州

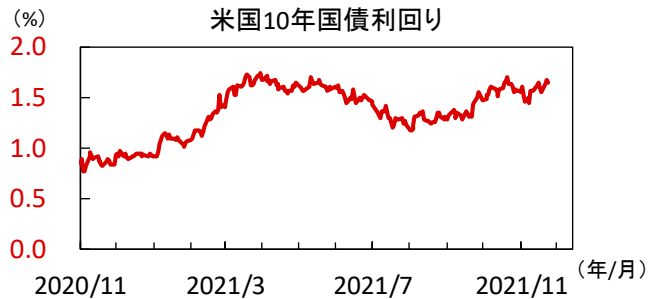
ECBによる早期利上げ観測は後退

インフレ加速が進む中、ECB(欧州中央銀行)による早期利上げ観測の強まりから、月初にドイツ10年国債利回りは▲0.102%まで上昇。しかし、ラガルドECB総裁が改めて、足元のインフレ加速は一時的であり、早期利上げには消極的な姿勢を示したことから、市場の利上げ観測は大きく後退。域内での新型コロナ感染急拡大への懸念も加わり、域内主要国金利は低下基調に転じました。

ECBは12月政策会合でPEPPの終了を決定か

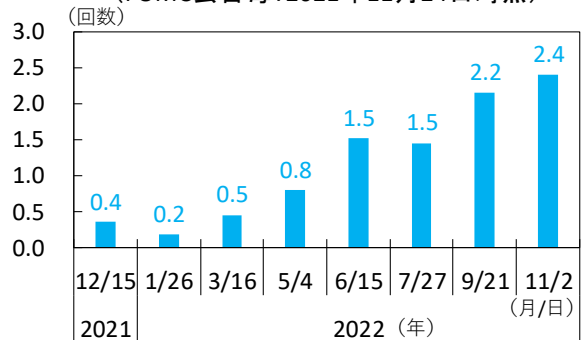
新型コロナ感染再拡大に伴う景気回復の停滞懸念とインフレ圧力の上昇に伴う金融政策正常化観測の双方が拭えない中、域内金利は現行水準にて一進一退の展開が続きます。ECBは12月政策理事会で、PEPP(パンデミック緊急購入プログラム)を含め、金融政策正常化に向けた包括的な議論を行う予定。PEPP終了が決定されるとの見方が強くも、域内の新型コロナ感染状況が悪化する下、ECBは慎重な緩和縮小姿勢を保つ見込みです。（吉永）

【図3】市場の利上げ織込みは来年2回超



注) 直近値は2021年11月24日時点。

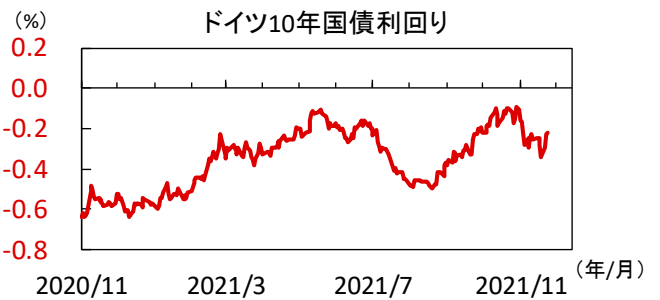
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

米国 短期金利市場の利上げ織込み
(FOMC会合毎: 2021年11月24日時点)

注) 短期金利はOIS (Over Night Index Swap)。

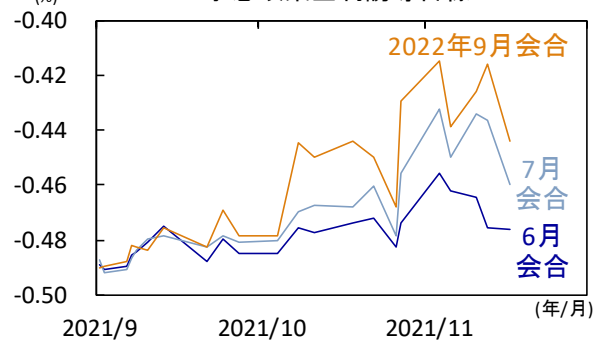
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】ECBによる利上げ観測は後退へ



注) 直近値は2021年11月24日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

ユーロ圏 市場の
予想政策金利誘導目標

注) 直近値は2021年11月19日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－為替

2021年12月

世界

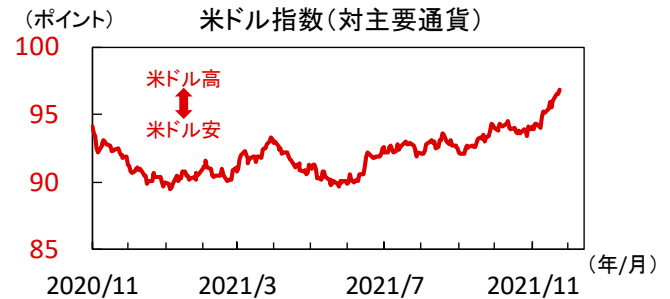
11月は米ドル優位が鮮明となる展開に

11月の米ドル指数（対主要6通貨）は10月末比+2.9%（11月24日時点）とほぼ米ドル全面高の様相でした（図1上・下）。2022年後半と目されていた米利上げ開始時期前倒し観測の高まりが背景にあります。新興国ではブラジルリアルが9-10月大幅安の反動もあり底堅かった一方、トルコリラは高インフレにも関わらず、同国大統領の要望に沿い利下げを続けたことが嫌気され急落しました。

米利上げ観測根強く、新興国通貨に向かい風

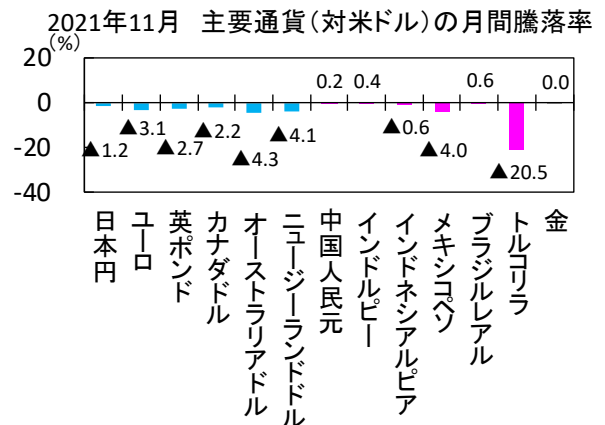
インフレ懸念の背景に資源高があります。本来なら資源高は世界的景気回復を反映した動きと捉えられ、新興国通貨には追い風となりえます。ただし足元は、各国の金融引き締め圧力を高める材料と警戒する向きもあります。米国でインフレが高止まりし利上げが意識されやすい環境下では、ブラジルリアルのような新興国通貨の反発は一過性に終わる可能性が高いとみず。（瀧澤）

【図1】11月は米ドルほぼ全面高、トルコリラが急落



注) 直近値は2021年11月24日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 11月24日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

米ドル

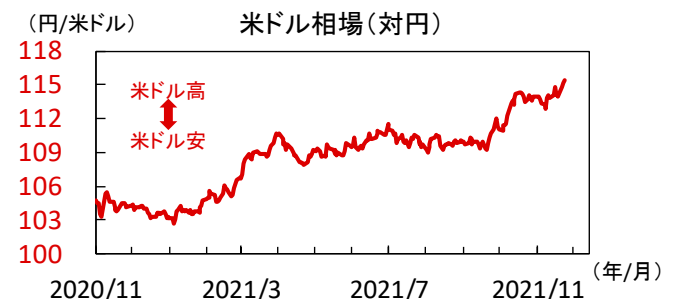
ドル円は\$1=115円台にのせ

11月の名目実効ドル（貿易加重の主要為替レート）はほぼ一本調子で上昇、ドル円も\$1=115円を超える展開となりました。序盤、ドル円は\$1=114円を挟む攻防も、米利上げ観測が急速に高まり、中盤にはドル買いの圧力が強まりました。一方、本邦政府が示した大型景気対策を受け一時円買戻しも、FRB（連邦準備理事会）次期議長人事や原油価格上昇等も重なり、ドルの選好が続きました。

米景気は独り勝ちの様相、ドル高へ

12月の実効ドルやドル円は、ドル高継続とみています。米連邦政府の債務上限や財政拡大策の議会審議の行方、FRB（連邦準備理事会）による資産買入策縮小（テーパリング）の加速懸念など、為替市場の変動率（ボラティリティ）を上げる材料は多くあります。しかし、堅調見込みの米クリスマス商戦や雇用市場の改善等、米景気回復ぶりは「米国独り勝ち」の様相を強め、年末のドル需要と共にドル選好を強めるとみています。（徳岡）

【図2】景況感格差を色濃く反映するドル円



注) 直近値は2021年11月24日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

米国 ドル円と米日5年国債利回り格差



注) 直近値は2021年11月24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12月

ユーロ

ユーロ安が大幅に進行

11月のユーロ・ドルの月間騰落率(～27日)は▲3.1%と大幅にユーロ安が進行。インフレ加速が一段と進み、米FRB(連邦準備理事会)や英BOE(イングランド銀行)による予防的利上げが不可避との観測が強まる中、ラガルドECB(欧州中央銀行)総裁は早期利上げに消極的な姿勢を提示。ECBの利上げ観測後退に加えて、域内の新型コロナ感染状況の急速な悪化もユーロ安に拍車をかけました。

金融政策姿勢・新型コロナ感染状況に注視

ユーロ圏主要国では新型コロナ感染状況が急速に悪化し、行動制限の再強化に伴う景気回復の停滞懸念は、引続きユーロ相場を下押ししそうです。また、ECBは12月政策理事会で、金融政策正常化に向けた包括的な議論を行う予定。PEPP(パンデミック緊急購入プログラム)の終了を決定すると見込まれるも、域内景気回復を巡る透明感が強まる中、緩和縮小への慎重姿勢を保つとみられ、ユーロ相場は弱含みな推移を続けそうです。(吉永)

オーストラリア(豪)ドル

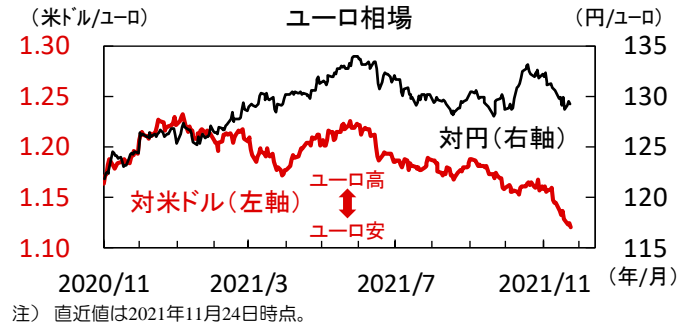
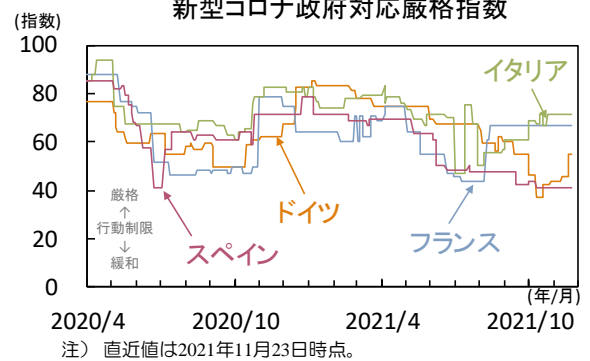
利上げ観測後退や資源価格安で軟調

11月(～24日)の豪ドルは対円で▲3.2%、対米ドルで▲4.3%となりました。2日の豪中銀の金融政策決定会合では「レート・カブ・コントロール」目標が廃止となるも、声明がハト派的な内容であった事から利上げ観測が後退し豪ドルは下落しました。10月の豪雇用統計で失業率が5.2%と市場予想以上に悪化した事や、最大の輸出品である鉄鉱石の値下がりを受けて豪ドルの軟調な展開が続きました。

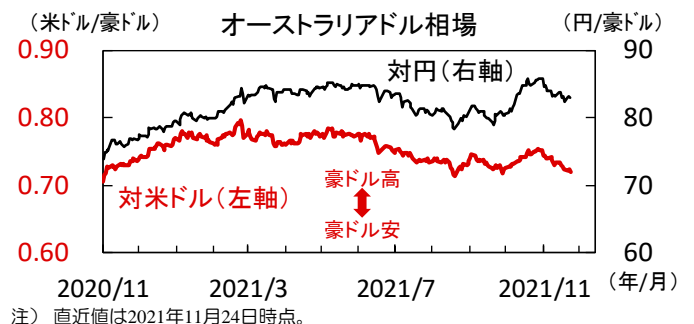
資源価格や投機筋ポジションの動向に注目

豪中銀の金融政策決定会合後に短中期金利が低下し、豪ドルは調整しています。主力輸出品である鉄鉱石や石炭の価格下落に加えて、豪中銀が足元のインフレ加速に対し強い警戒感を示さず、利上げに対する慎重姿勢を崩さなかった事が響いています。ただし、世界的な景気回復を背景に資源価格が底堅さを取り戻せば、豪ドルも持ち直すと考えられ、過去最大規模にある投機筋の豪ドル売り持ちが巻き戻される可能性もあります。(向吉)

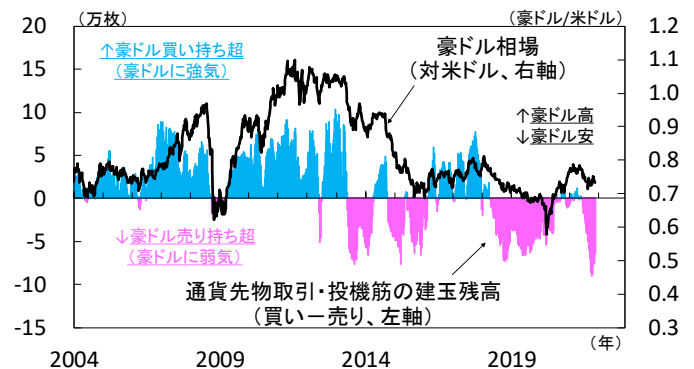
【図3】ユーロ圏主要国は行動制限の再強化に着手

ユーロ圏主要国
新型コロナ政府対応厳格指数

【図4】投機筋ポジションは豪ドル売り越しが依然高水準



豪ドル(対米ドル)相場と投機筋ポジション



③ 市場見通し－為替

2021年12月



ニュージーランド(NZ)ドル

NZ中銀は連続利上げ、上げ幅は加速せず

11月(～24日)のNZドルは対円で▲2.9%、対米ドルで▲4.1%となりました。24日の金融政策決定会合でNZ中銀は2会合連続で0.25%利上げし政策金利は0.75%となりました。市場では0.50%の利上げも織り込まれていたためNZドルは調整する展開となりました。一方、NZ中銀公表の今後2年間インフレ予想が2.96%と10年ぶりの高さとなる中、利上げ観測の高まりが下支えとなっています。

利上げは継続、NZドルは底堅い動きに

NZ中銀は今後利上げペースを加速する可能性があります。世界的な物価上昇圧力の継続、失業率の大幅低下(2021年7-9月期は3.4%←前期4.0%)、不動産価格の高い伸び(同年10月の前年比は+23.4%)が背景にあります。通貨先物の投機筋による買い持ちポジションは膨らんでおり、主力輸出品である乳製品価格の上昇が下支えとなり、NZドルは底堅い動きとなる見通しです。(向吉)



インドルピー

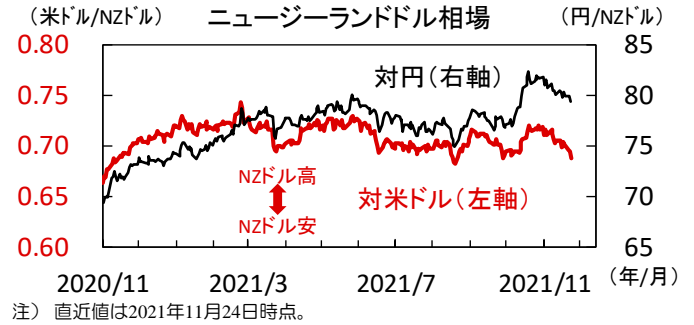
貿易赤字拡大の懸念が後退しルピーは堅調

ルピーは11月初から24日までに対米ドルで+0.2%と米ドル高の下でも堅調。11月初より22日までに株式市場に26.5億ドル、債券市場に4.7億ドルの資本が流入しました。国際原油価格が反落し、貿易収支の悪化懸念が後退。6月より拡大を続けた貿易赤字額は10月に小幅に縮小しました(図)。なお、原油価格は依然高水準。発電用の燃料炭輸入も貿易赤字の縮小を遅らせる見込みです。

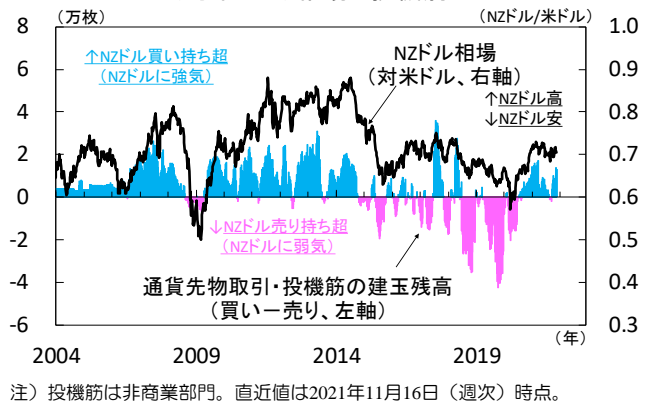
今後もルピーは底堅く推移か

準備銀行は金融緩和の正常化に向けて前進。変動金利リバース・レポによる資金吸収額が増え、金利も上昇しています。企業の新規株式公開(IPO)や、近く実現するであろう国際的な債券指数へのルピー-建國債の採用に伴って海外資本の流入が続く見込み。準備銀行は急速なルピー高を警戒するものの、資金吸収ペースを続ける中で持続的なドル買い介入を行うことは難しいでしょう。ルピーは今後も当面底堅く推移する予想されます。(入村)

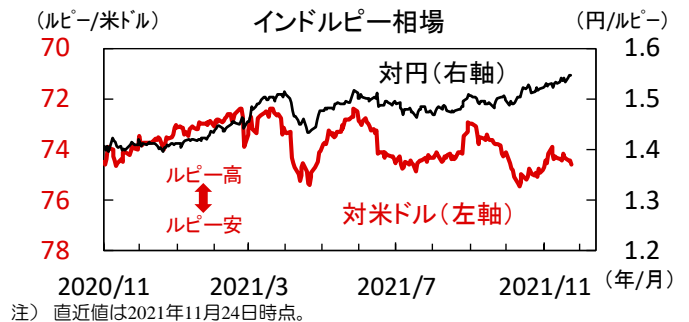
【図5】投機筋ポジションはNZドル買い越し幅拡大



NZドル(対米ドル)相場と投機筋ポジション



【図6】11月のルピーは対米ドルで+0.2%と堅調



③ 市場見通し－為替

2021年12月

メキシコペソ

ペソは中銀への失望などから軟調

ペソは11月初より24日にかけて対米ドルで▲4.0%とやや軟調。中央銀行が利上げペースを加速しなかったことや中銀総裁人事を巡る不透明感が嫌気されました。中央銀行は11月11日に政策金利を4.75%から5%に引上げ。決定は4対1で、1人は据置きを主張しました。Bloomberg集計では金融機関25社中8社が5.25%への利上げを予想し、金利先物市場は5.25%への利上げをほぼ確信。利上げ幅拡大を主張した参加者はおらず、失望を誘いました。

今後も当面ペソの上値は重い見通し

11月前半のコア消費者物価は前年比+5.5%(10月前半+5.1%)へ加速。1年後の1ヵ月物金利(11月24日時点)は7.9%と市場は大幅な利上げを期待しています。今年末に任期が到来する中銀総裁の後任人事も迷走。11月23日、大統領はエセラ元財務相の指名を取下げ翌日にロドリゲス副財務相を指名。市場でほぼ無名の同氏の起用を受けて、政府が金融政策への介入を強めるとの疑念も浮上。当面、ペソの上値は重いと予想されます。(入村)

ブラジルレアル

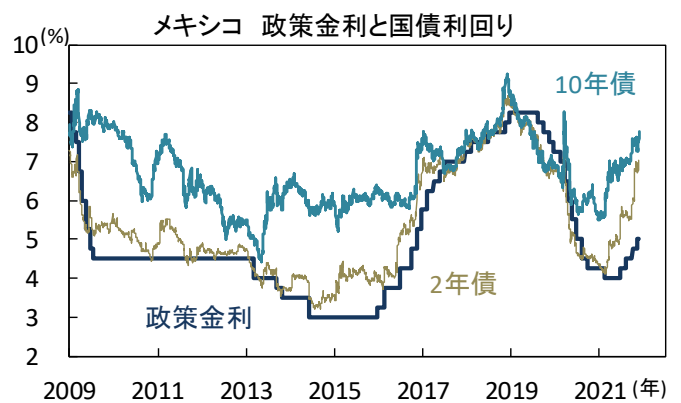
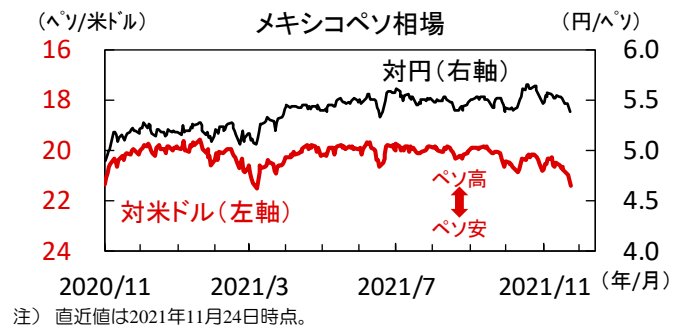
7月より低迷を続けたレアルが反発

レアルは11月初より24日にかけて対米ドルで+0.6%と米ドル高基調の下でも堅調で、主要新興国通貨トップの当落率。政治や財政を巡る懸念により7月より低迷を続けた後、ひとまず反発しました。市場は政治混乱の収束の兆しや中央銀行のタカ派的な姿勢を好感。低所得家計向けの現金給付「ブラジル救済計画」による歳出拡大を可能にするための憲法改正法案は11月3日に下院の第一読会を通過し、財政措置を巡る混乱の収束が期待されました。

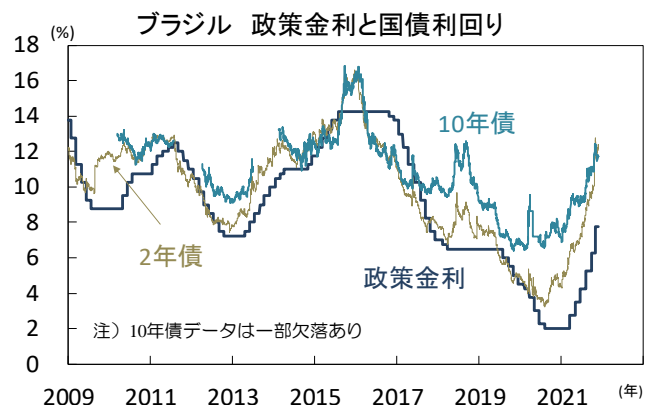
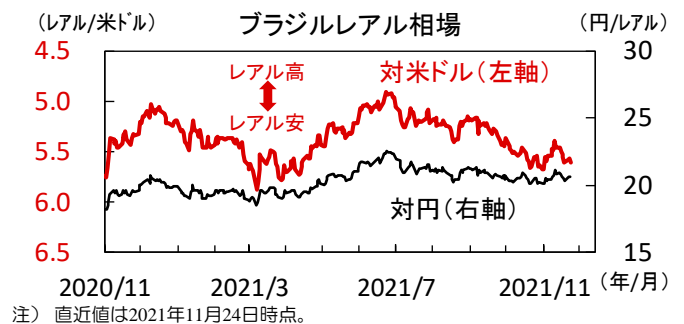
レアルは今後もみ合いつつ横ばいか

また、11月3日に公表された金融政策会議事録(10月分)では、(a)1.5%ptの利上げ幅をさらに拡大すべきか、(b)財政健全化の遅延に伴って中立的な金利水準が上昇しているのか等が議論されたと判明。タカ派的な内容が市場に好感されました。なお、財政措置を巡る議論の先行きは依然不透明。強弱の材料が混在する中、レアルはもみ合いつつ横ばいで推移すると予想されます。(入村)

【図7】11月にペソは対米ドルで▲4.0%とやや軟調



【図8】11月にレアルは対米ドルで+0.6%と堅調



③ 市場見通しーリポート

2021年12月

日本

リートは上値の重い展開が続く

11月の東証REIT指数は前月末比1.4%下落しました（～24日）。10月末の衆院選で自民党が勝利し、政局不安定化リスクの後退で日本株は堅調に推移した一方、リートは軟調でした。三鬼商事が公表した直近の東京都心5区の空室率は6.47%と20ヵ月連続で上昇、平均賃料は1坪当たり20,804円と15ヵ月連続で低下するなど、オフィス市況の低迷はリート全体の重石となっている模様です。

経済正常化期待を背景に底堅い展開を予想

リートは上値の重さが見られるも底堅い展開が続くとみえます。国内では新型コロナウイルス感染者数が明確に減少しており、行動制限緩和や財政支援等を背景に経済正常化が進むとみられ、リートの下支え要因となりそうです。また、予想分配金利回りは3.4%と国内金利に比べて相対的に高いほか、割安指標となるNAV倍率も1.14倍（2004年以降の平均：1.16倍）と過去平均並みで推移しており、引き続き投資妙味はあるとみえます。（田村）

米国

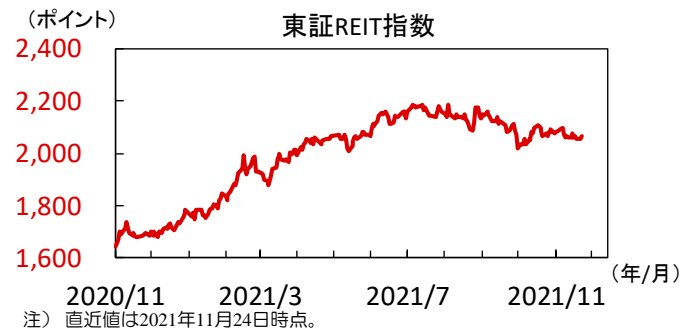
米景気楽観論が下支えに

11月のS&P米国リート指数は+2.4%と上昇（24日時点）、用途別では小売りや産業向けが堅調でした。米FRB（連邦準備理事会）は資産買入策の縮小を表明し金融政策の正常化へ始動するも、利上げは遠いとの見方を示した事で米国リート市場は底堅く推移しました。米10月消費者物価上昇率は物価高騰の長期化を懸念させる内容も、先行きの景気楽観論がリート市場を支えました。

金利は上昇も、なおリート配当利回りに魅力

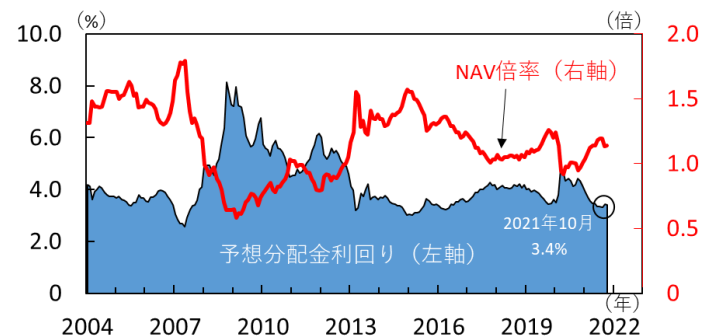
12月の米国リート市場は、株式市場に歩調を合わせ堅調に推移するとみています。12月FOMC（連邦公開市場委員会）では金融政策の正常化を一步前進させる可能性、また長期金利は堅調なクリスマス商戦や雇用市場の改善などを受け上昇する恐れはあるとみています。一方、目先の米景気力の強さはリスク資産市場全体に追い風とみられる他、配当利回りの高さや活況な不動産市場は、リート価格押し上げに寄与するとみています。（徳岡）

【図1】リートへの投資妙味は残存



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10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。

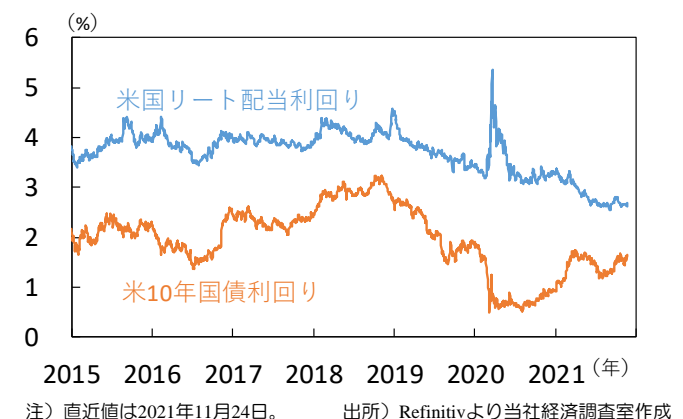
出所) 不動産証券化協会より当社経済調査室作成

【図2】金利対比リート配当利回りの魅力度は高い



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

米国リート配当利回りと米10年国債利回り



③ 市場見通し－原油

2021年12月



原油

原油価格は上昇一服も依然高水準で推移

11月の原油価格(WTI先物)は先月末比で下落するも依然高水準です。OPECプラスは現行の増産ペースを12月も維持すると決定しました。米政府は23日、今後数カ月にわたり日本を含む各国と協調して大規模な戦略備蓄の放出を行うと発表しましたが、市場がこうした動きを事前に織り込み原油価格が下落していたことに加え、またOPECプラスが米国などの動きに反発し、生産抑制に動く可能性が報じられ、発表後も価格は高止まりしました。

石油備蓄放出も需給ひっ迫は当面続く見込み

月中は米EIA公表の米原油在庫増加を受け原油価格が下がる場面もありましたが、在庫は過去平均を下回っています(図2)。一方、OPECプラスも米国の増産加速の要請には応じず、米国含め増産スピードは緩やかであり(図3)、来年第1四半期まで需給のひっ迫懸念が続くとみられます。ただ欧州の新型コロナ感染拡大による経済活動の停滞に伴う需要減退リスクには注意が必要です。(松本)

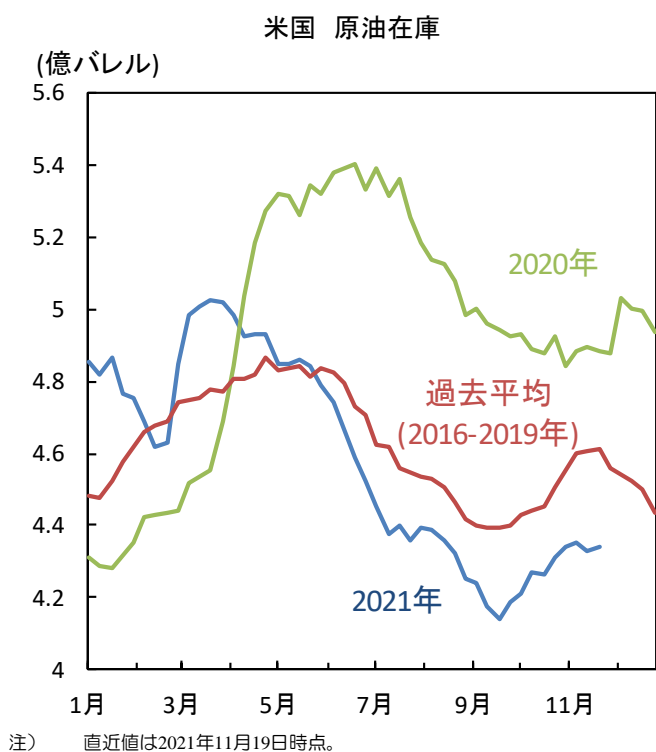
【図1】原油先物価格は1バレル70ドル台後半で推移



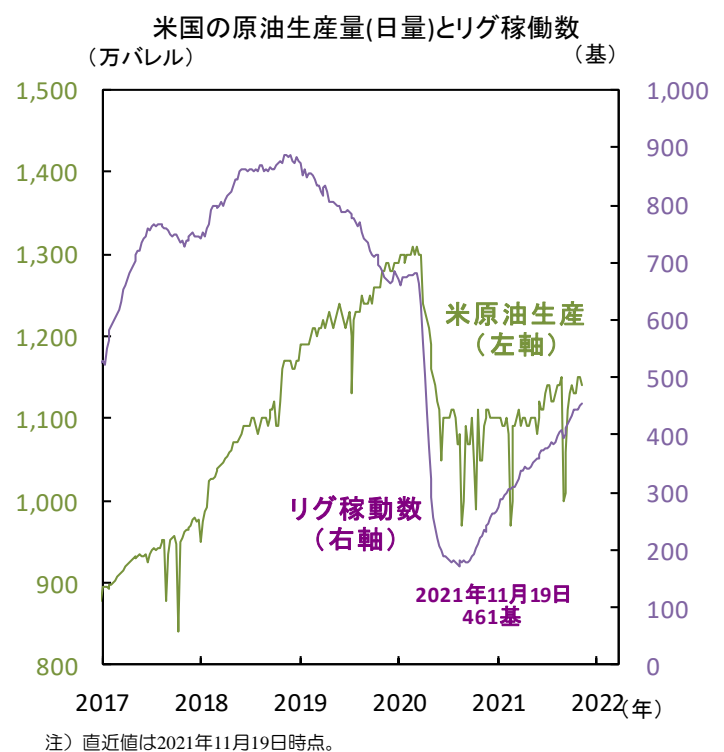
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

【図2】米原油在庫は足元増加も過去平均を下回る

【図3】米原油生産の回復スピードは緩やか



出所) 米EIA(Energy Information Administration)、Bloombergより当社経済調査室作成



出所) 米EIA (Energy Information Administration)、Bloombergより当社経済調査室作成

④ 市場データ一覧

2021年12月

注) 直近値は2021年11月24日時点

株式		(単位: ポイント)	直近値	10月末	騰落率%	為替(対円)		(単位: 円)	直近値	10月末	騰落率%
日本	日経平均株価(円)		29,302.66	28,892.69	1.42	米ドル		115.41	114.00	1.24	
	TOPIX		2,019.12	2,001.18	0.90	ユーロ		129.22	131.80	▲ 1.96	
米国	NYダウ(米ドル)		35,804.38	35,819.56	▲ 0.04	英ポンド		153.79	156.08	▲ 1.47	
	S&P500		4,701.46	4,605.38	2.09	カナダドル		91.10	92.00	▲ 0.98	
	ナスダック総合指数		15,845.23	15,498.39	2.24	オーストラリアドル		83.04	85.74	▲ 3.15	
欧州	ストックス・ヨーロッパ600		479.69	475.51	0.88	ニュージーランドドル		79.33	81.67	▲ 2.87	
ドイツ	DAX®指数		15,878.39	15,688.77	1.21	中国人民元		18.054	17.794	1.46	
英国	FTSE100指数		7,286.32	7,237.57	0.67	インドルピー		1.5464	1.5209	1.68	
オーストラリア	S&P/ASX200指数		7,399.40	7,323.70	1.03	インドネシアルピア(100ルピア)		0.8094	0.8045	0.61	
香港	ハンセン指数		24,685.50	25,377.24	▲ 2.73	タイバーツ		3.4578	3.4224	1.03	
中国	上海総合指数		3,592.70	3,547.34	1.28	マレーシアリンギ		27.403	27.516	▲ 0.41	
インド	S&P BSE SENSEX指数		58,340.99	59,306.93	▲ 1.63	ブラジルリアル		20.585	20.211	1.85	
ブラジル	ボベスパ指数		104,514.19	103,500.71	0.98	メキシコペソ		5.382	5.545	▲ 2.92	
先進国	MSCI WORLD		3,198.12	3,174.73	0.74	南アフリカランド		7.257	7.493	▲ 3.15	
新興国	MSCI EM		1,253.15	1,264.75	▲ 0.92	トルコリラ		9.55	11.86	▲ 19.50	
新興アジア	MSCI EM ASIA		681.15	682.57	▲ 0.21	ロシアルーブル		1.5351	1.6052	▲ 4.37	

国債利回り		(単位: %)	直近値	10月末	騰落幅%	政策金利		(単位: %)	直近値	10月末	騰落幅%
日本	10年物		0.080	0.094	▲ 0.014	米国	FF目標金利		0.25	0.25	0.00
米国	10年物		1.643	1.561	0.082	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		▲ 0.219	▲ 0.094	▲ 0.125	英国	バンクレート		0.10	0.10	0.00
英国	10年物		0.996	1.032	▲ 0.036	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		1.783	1.723	0.060	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		1.889	1.995	▲ 0.106	ニュージーランド	キャッシュレート		0.50	0.50	0.00
ニュージーランド	10年物		2.528	2.603	▲ 0.075	中国	1年物優遇貸付金利		3.85	3.85	0.00
インド	10年物		6.367	6.388	▲ 0.021	インド	レポレート		4.00	4.00	0.00
インドネシア	10年物		6.188	6.169	0.019	インドネシア	7日物リバース・レポ金利		3.50	3.50	0.00
ブラジル	10年物		11.655	12.245	▲ 0.590	ブラジル	SELIC金利誘導目標		7.75	7.75	0.00
メキシコ	10年物		7.840	7.494	0.346	メキシコ	オーバーナイト・レート		5.00	4.75	0.25
南アフリカ	10年物		9.755	9.630	0.125	南アフリカ	レポレート		3.75	3.50	0.25
トルコ	10年物		20.040	19.080	0.960	トルコ	1週間物レポ金利		15.00	16.00	▲ 1.00
ロシア	10年物		8.530	8.170	0.360	ロシア	1週間物入札レポ金利		7.50	7.50	0.00

リート		(単位: ポイント)	直近値	10月末	騰落率%	商品		(単位: ポイント)	直近値	10月末	騰落率%
日本	東証リート指数		2,064.02	2,092.94	▲ 1.38	原油	WTI先物(米ドル)		78.39	83.57	▲ 6.20
米国	S&P米国REIT指数		1,878.91	1,813.82	3.59	金	COMEX先物(米ドル)		1,784.30	1,783.90	0.02
欧州	S&P欧州REIT指数		947.58	917.63	3.26	工業用金属	ブルームバーグ商品指数		169.00	166.39	1.57
オーストラリア	S&P豪州REIT指数		1,076.48	1,026.58	4.86	穀物	ブルームバーグ商品指数		42.51	40.91	3.91

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&P、Refinitiv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

⑤ 主要金融資産のパフォーマンス

2021年12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11月23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	2.8	8.4	22.6				2.8	8.4	22.6	16.5
		海外先進国	2.4	3.8	29.9	1.6	3.1	29.2	3.0	8.1	39.4	33.7
		米国	2.8	4.6	32.4	2.8	4.6	32.4	4.3	9.6	42.6	36.9
		ユーロ圏	1.8	1.8	25.9	▲1.5	▲2.3	20.0	▲0.1	2.7	30.2	24.0
		新興国	▲2.1	2.6	6.7	▲2.8	1.9	5.3	▲1.4	6.9	15.5	10.8
	業種別	IT(情報技術)	5.0	6.2	39.0	4.7	5.7	38.0	6.1	10.6	48.2	38.1
		エネルギー	▲2.5	17.6	39.4	▲3.8	16.4	39.1	▲2.4	21.4	49.3	48.6
		素材	3.4	1.2	20.0	1.7	▲0.3	18.3	3.1	4.7	28.4	21.3
		ヘルスケア	0.2	▲2.6	19.3	▲0.5	▲3.5	17.9	0.9	1.5	28.1	24.2
		金融	▲1.0	4.5	35.0	▲2.2	3.6	33.9	▲0.7	8.5	44.0	38.2
リート	先進国				1.5	4.0	31.2	2.9	9.0	41.3	38.5	
	日本	▲0.4	▲0.9	27.0				▲0.4	▲0.9	27.0	19.0	
	米国	2.6	6.7	38.0	2.6	6.7	38.0	4.1	11.7	48.2	47.0	
	新興国				▲3.6	▲2.1	15.3	▲2.2	2.9	25.5	15.3	
国債	円ヘッジなし	日本	0.3	▲0.5	▲0.3				0.3	▲0.5	▲0.3	▲0.1
		海外先進国	0.4	▲2.1	▲3.1	▲1.3	▲3.9	▲5.0	0.1	1.1	5.2	4.6
		米国	▲0.0	▲1.9	▲3.3	▲0.0	▲1.9	▲3.3	1.4	3.0	6.8	8.4
		ユーロ圏	0.6	▲1.9	▲2.7	▲2.7	▲5.9	▲7.3	▲1.3	▲0.9	2.9	1.0
		オーストラリア	▲0.6	▲5.3	▲5.0	▲4.2	▲5.0	▲5.8	▲2.8	▲0.1	4.3	0.9
		新興国(現地通貨)				▲3.6	▲5.3	▲6.8	▲2.1	▲0.3	3.4	1.2
	円ヘッジあり	新興国(米ドル)				▲0.9	▲2.8	▲0.8	0.5	2.2	9.4	8.8
		海外先進国							0.4	▲1.8	▲2.8	▲2.8
	物価連動国債	先進国				▲1.4	▲0.9	6.3	0.1	4.0	16.4	13.9
		新興国				▲0.7	▲3.8	▲0.9	0.7	1.2	9.3	3.2
社債	投資適格	先進国				▲1.1	▲2.9	▲2.0	0.3	2.0	8.2	7.6
		日本	0.2	▲0.0	0.8				0.2	▲0.0	0.8	0.7
		米国	▲0.3	▲1.9	▲1.0	▲0.3	▲1.9	▲1.0	1.2	3.1	9.1	9.6
		欧州	0.2	▲1.4	▲0.5	▲3.1	▲5.4	▲5.1	▲1.8	▲0.9	4.2	1.9
		新興国(米ドル)				▲0.0	▲1.3	0.1	1.4	3.6	10.3	10.8
	ハイ・イールド	先進国				▲1.1	▲1.8	3.7	0.3	3.1	13.8	11.9
		米国	▲0.5	0.1	6.5	▲0.5	0.1	6.5	1.0	5.0	16.6	15.4
		欧州	0.3	▲0.4	4.6	▲3.0	▲4.5	▲0.3	▲1.8	0.1	9.3	5.9
		新興国(米ドル)				▲0.6	▲3.5	1.4	0.8	1.5	11.5	10.1
		転換社債	先進国				▲1.2	0.9	11.5	0.2	5.8	21.6
商品	先進国				0.5	10.9	39.3	1.0	15.8	49.4	43.8	
	金				▲0.7	▲1.2	▲3.9	0.8	3.7	6.3	5.0	
	原油				▲4.8	22.1	88.8	▲3.4	27.0	99.0	79.9	
他	MLP				▲5.7	7.8	41.5	▲4.3	12.8	51.7	55.2	
	バンクローン				0.2	1.3	6.7	1.6	6.3	16.8	16.4	

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: ブルームバーク・バークレイズ世界物価連動国債インデックス、新興国: ブルームバーク・バ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: ブルームバーク商品（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12月

● 2021年12月の主要経済指標と政治スケジュール

月	火	水	木	金
11/29	30	12/1	2	3
(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&Pコアブティック/ ケース・シーラー住宅価格指数 (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 (米) ページブック (地区連銀経済報告) (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 (欧) 10月 失業率 (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
6	7	8	9	10
(欧) 12月 Sentix投資家信頼感指数 (欧) ユーロ圏財務相会合 EU財務相会合(～7日) (独) 10月 製造業受注 (英) 11月 新車登録台数	(日) 10月 毎月勤労統計 (日) 10月 家計調査 (日) 10月 景気先行指数 (米) 10月 貿易収支 (欧) 7-9月期 実質GDP(確報) (欧) 12月 ZEW景況感指数 (独) 10月 鉱工業生産 (独) 12月 ZEW景況感指数 (豪) 金融政策決定会合 (中) 11月 貿易統計 (伯) 金融政策委員会 (COPOM、～8日)	(日) 11月 銀行・信金貸出動向 (日) 10月 経常収支 (日) 7-9月期 実質GDP(2次速報) (日) 11月 倒産件数 (日) 11月 景気ウォッチャー (伯) 10月 小売売上高	(日) 11月 マネーストック (日) 11月 工作機械受注 (米) 10月 卸売在庫(確報) (独) 10月 貿易統計 (英) 11月 RICS住宅価格 (中) 11月 生産者物価 (中) 11月 消費者物価	(日) 11月 国内企業物価 (米) 11月 消費者物価 (米) 12月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(速報) (米) 11月 月次財政収支 (伊) 10月 鉱工業生産 (英) 10月 鉱工業生産 (印) 10月 鉱工業生産 (伯) 12月 消費者物価(IPCA)
13	14	15	16	17
(日) 日銀短観(12月調査) (日) 10月 機械受注	(米) 11月 NFIB中小企業楽観指数 (米) 11月 生産者物価 (米) 連邦公開市場委員会 (FOMC、～15日) (欧) 10月 鉱工業生産 (英) 10月 失業率(ILO基準) (豪) 11月 NAB企業景況感指数	(日) 10月 第3次産業活動指数 (米) 12月 ニューヨーク連銀 製造業景気指数 (米) 11月 小売売上高 (米) 11月 輸出入物価 (米) 12月 NAHB住宅市場指数 (米) パウエルFRB議長記者会見 (英) 11月 消費者物価 (英) 11月 生産者物価 (豪) 12月 消費者信頼感指数 (中) 11月 小売売上高 (中) 11月 鉱工業生産 (中) 11月 都市部固定資産投資	(日) 11月 貿易統計 (日) 日銀金融政策 決定会合(～17日) (米) 11月 住宅着工・許可件数 (米) 11月 鉱工業生産 (欧) 12月 製造業PMI(速報) (欧) 12月 サービス業PMI(速報) (欧) 欧州中央銀行(ECB)理事会 (欧) ラガルドECB総裁記者会見 (欧) EU首脳会議(～17日) (英) 金融政策委員会(MPC) (豪) 11月 雇用統計	(日) 黒田日銀総裁定例記者会見 (独) 12月 ifo景況感指数 (英) 12月 Gfk消費者信頼感指数 (英) 11月 小売売上高
20	21	22	23	24
(米) 11月 景気先行指数	(欧) 12月 消費者信頼感指数 (独) 1月 Gfk消費者信頼感指数	(米) 7-9月期 実質GDP(確報) (米) 11月 中古住宅販売件数 (英) 7-9月期 実質GDP(確報) (豪) 11月 景気先行指数	(米) 11月 個人所得・消費 (米) 11月 製造業受注(速報) (米) 11月 耐久財受注 (米) 12月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(確報) (米) 11月 新築住宅販売件数	(日) 11月 消費者物価(全国) (日) 11月 企業向けサービス価格
27	28	29	30	31
(日) 11月 小売売上高	(日) 11月 労働関連統計 (日) 11月 鉱工業生産(速報) (米) 10月 S&Pコアブティック/ ケース・シーラー住宅価格指数 (米) 12月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード)	(米) 11月 卸売在庫(速報) (米) 11月 中古住宅販売 仮契約指数 (欧) 11月 マネーサプライ(M3)	(米) 12月 シカゴ購買部協会 景気指数	(中) 12月 製造業PMI(政府) (中) 12月 非製造業PMI(政府)

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11月25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. 無断複写・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 IndexSM）およびブルームバーグ（Bloomberg®）は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・
ピー（Bloomberg Finance L.P.）およびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）のサービスマークであり、三菱UFJ国際投信
による一定の目的での利用のためにライセンスされています。ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity IndexSM）は、ブルームバーグと
UBSセキュリティーズ・エル・エル・シー（UBS Securities LLC）の間の契約に従ってブルームバーグが算出し、配信し、販売するものです。ブ
ルームバーグ、ならびにUBSセキュリティーズ・エル・エル・シーおよびその関係会社（以下「UBS」と総称します。）のいずれも、三菱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 IndexSM）に関連するい
かなるデータまたは情報の適時性、正確性または完全性も保証するものではありません。
S&P先進国REIT指数、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