

# INVESTMENT STRATEGY MONTHLY

＜投資戦略マンスリー＞

MITSUBISHI UFJ KOKUSAI ASSET MANAGEMENT

2022年3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

2022年3月

## 世界経済

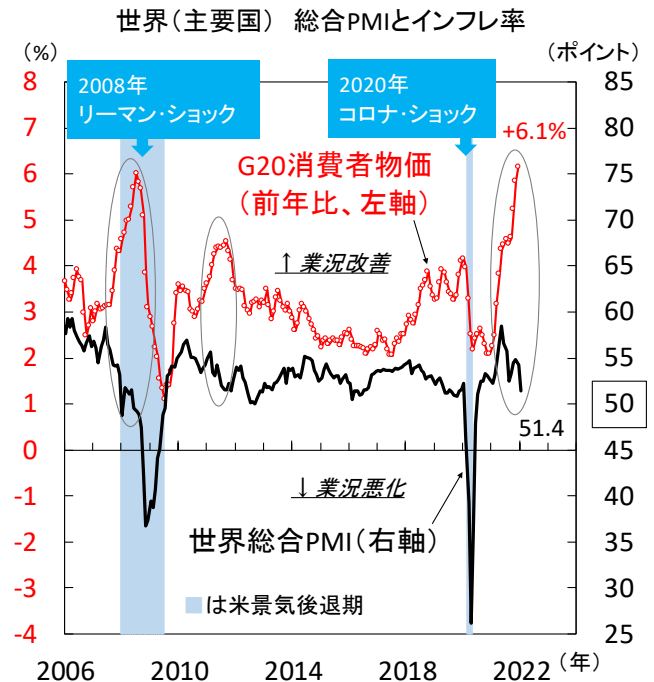
## 沈静化しないインフレに頭悩ます先進国

先進国では昨年終盤以降の新型コロナ・オミクロン変異株感染の収束が見え始め安堵感も広がる一方、インフレという難題に直面しています。直近1月の消費者物価（前年比）は米国が+7.5%と約40年ぶり、英国が+5.5%と約30年ぶりの高水準、ユーロ圏が+5.1%と統計開始以来最大となるなどインフレ加速が鮮明です。足元は消費者心理悪化など、景気面に暗い影を落とし始めています。

## 景気の本格回復に向け今は我慢の展開か

主要国全体で見たインフレ率は、原油価格が最高値に達した2008年と同水準に達し、コロナ危機後に急回復した景気に息切れ感もうかがえます（図1）。ただし、実体経済はいまだ正常化過程にあり、巨額の所得支援など手厚い景気対策により家計・企業の手元資金は潤沢なため、消費・投資の腰折れ懸念は行き過ぎとみまます。景気の楽観論こそ禁物も回復基調は保たれる見込みです。（瀧澤）

【図1】 景気減速+インフレ加速に直面する世界、だが一部のスタグフレーション懸念は早計か



注) PMIは50が業況改善・悪化の境目。景気後退期はNBER（全米経済研究所）。直近値は消費者物価が2021年12月、総合PMIが2022年1月時点。

出所) マークイット、OECD、NBERより当社経済調査室作成

## 金融市場

## 2月の金融市場は後半にリスク回避色鮮明に

2月の株式市場は前半こそ底固めの動きを見せましたが、米欧のインフレ加速や金融引き締め観測の高まりを受けた金利上昇圧力（10年国債利回りが米国で2%突破、ドイツでプラス転換）に押され徐々に上値を重くしました。月後半は金利上昇一服も株価は低調なままでした。特に出口の読めないウクライナ情勢など地政学問題や長引く原油高が、景気の先行き不安を助長した模様です。

## 不透明感増す政策運営、市場も冷静さ必要に

足元の景気減速懸念は、前のめりな金融引き締め観測も一因なため、中銀は今後、景気・物価両にらみの繊細な舵取りが求められます。昨年終盤以降の株式市場は、金利上昇もあり割安株優位という単純な構図も目立ちましたが、物価動向や金融政策を含め不透明要素が増すなか、市場参加者は腰を据え各国景気・企業業績の中期的な方向性を見極める必要があります（図2）。（瀧澤）

【図2】 2022年の株式市場は割安株優位続くが、成長株・割安株の業績見通しに大差見られず



注) 成長株はS&P500 Growth、割安株はS&P500 Value。指数化は当社経済調査室。予想EPSはI/B/E/S集計値。株価・金利の直近値および予想EPSの値は2022年2月22日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## ① 世界経済・金融市場見通し

2022年3月

## ● 実質GDP（前年比）見通し

	2019年	2020年	2021年	2022年
日本	▲ 0.2	▲ 4.5	1.5	2.3
米国	2.3	▲ 3.4	5.6	4.5
ユーロ圏	1.6	▲ 6.4	5.3	3.8
オーストラリア	1.9	▲ 2.2	4.3	3.8

	2019年	2020年	2021年	2022年
中国	6.0	2.2	8.1	4.7
インド	4.0	▲ 7.3	9.5	7.2
ブラジル	1.2	▲ 3.9	4.8	0.0
メキシコ	▲ 0.2	▲ 8.2	5.5	2.3

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推計および見通し。

## ● 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)	26,450	27,000-31,000
TOPIX	1,881	1,840-2,240

(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)	33,132	34,000-38,000
S&P500	4,226	4,450-4,850
欧州 ストックス・ヨーロッパ600	454	455-525
ドイツDAX®指数	14,631	15,100-17,300

債券  
(10年国債利回り)

(単位:%)	直近値	6ヵ月後の見通し
日本	0.194	0.0-0.4
米国	1.998	1.7-2.5

(単位:%)	直近値	6ヵ月後の見通し
欧州(ドイツ)	0.225	0.1-0.7
オーストラリア	2.253	1.8-2.6

## 為替(対円)

(単位:円)	直近値	6ヵ月後の見通し
米ドル	114.97	112-120
ユーロ	130.02	125-137
オーストラリアドル	83.16	79-89
ニュージーランドドル	77.86	75-85

(単位:円)	直近値	6ヵ月後の見通し
インドルピー	1.5401	1.44-1.64
メキシコペソ	5.677	5.15-6.15
ブラジルリアル	22.945	19.5-24.5

## 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	1,870	1,850-2,050

(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	1,724	1,770-1,930

## 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)	92.10	85-95

注) 見通しは当社経済調査室。直近値および見通しは2022年2月23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

2022年3月

## 日本経済

1-3月期は行動制限下で景気低迷、  
景気回復は4-6月期以降に後ずれ

## 昨年10-12月期実質GDPは大幅に持ち直す

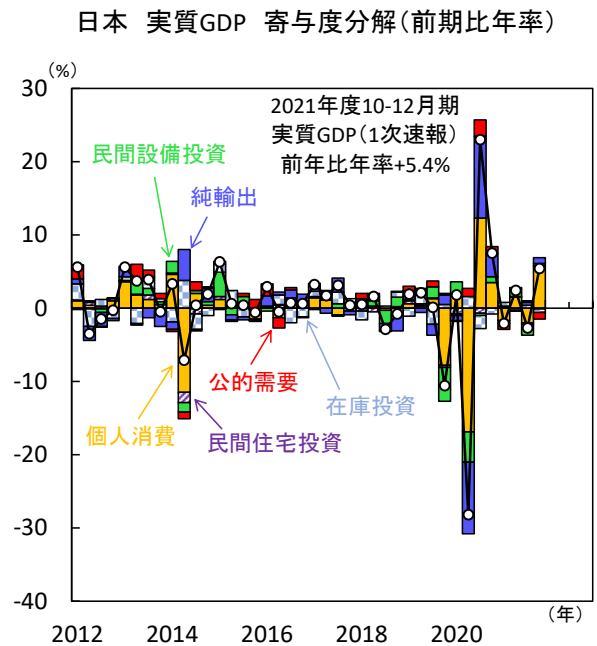
2021年10-12月期の実質GDPは前期比年率+5.4%（7-9月期：▲2.7%）と2四半期ぶりのプラス成長となりました（図1）。主な背景は緊急事態宣言解除に伴う人流回復や、東南アジアの部品供給問題が緩和し自動車生産が持ち直した影響とみられます。内訳は個人消費が同+11.2%と急回復し、サービスや耐久財等が堅調でした。民間設備投資は同+1.6%と生産用機械等が回復したほか、輸出は同+3.9%と自動車中心に増加しました。一方、公的需要は同▲3.4%、民間住宅投資は同▲3.7%と軟調でした。

同期のGDP水準は新型コロナ感染拡大前（2019年10-12月期）を▲0.2%下回る位置まで回復した一方、感染拡大前は消費増税による駆け込み需要の反動等で落ち込んでおり、2019年平均対比でみると▲2.1%と回復途上にあります。コロナの影響で外出自粛に伴う消費低迷が続くほか、企業も先行き不透明な中で非製造業を中心に積極的な設備投資に動きづらい状況が続いています（図2）。

## 今後の景気回復はコロナ感染動向次第

2022年1-3月期は再び景気低迷が予想されます。年初からオミクロン株感染拡大が加速（図3）、政府はまん延防止等重点措置を広範に適用しました。31都道府県では3月6日まで続く見込みで、長期化する行動制限は消費を下押しとみまます。世界的な供給網混乱が長引く中、国内自動車メーカーは1月に減産を相次いで公表。製造業の景況感底堅さが見られるも（図4）、部材不足等の供給制約で生産輸出の回復も緩やかに留まる可能性があります。

4-6月期以降はオミクロン株感染収束に加え、ワクチン3回目接種加速等が期待され、経済正常化の動きが強まるとみまます。2021年度補正予算では一部家計の現金給付もあり、行動制限解除やGo To トラベル再開となれば、過剰貯蓄の取り崩しで消費回復が見込まれます（図5）。ただし、国内でもステルスオミクロン株が検出されコロナの行方は依然不透明かつ、ウクライナ情勢等で資源高も続いています。最終財への価格転嫁は鈍く（図6）、家計所得の圧迫に加え、価格交渉力の低い中小企業の業績悪化も想定されるなど下振れリスクも残ります。（田村）

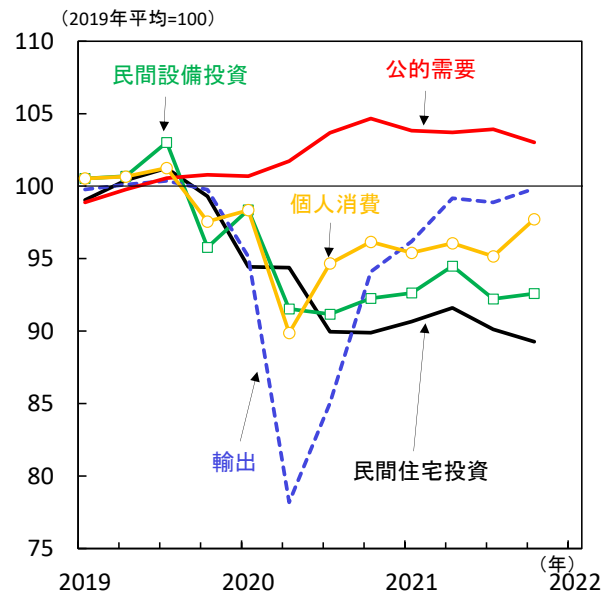
【図1】 昨年10-12月期は2四半期ぶりのプラス成長、  
個人消費や民間設備投資等がプラス寄与

注) 直近値は2021年10-12月期。

出所) 内閣府より当社経済調査室作成

【図2】 実質GDPは2019年平均対比で回復途上、  
個人消費や民間設備投資等は下回る状況続く

日本 実質GDP 主要項目別の推移(対2019年平均)



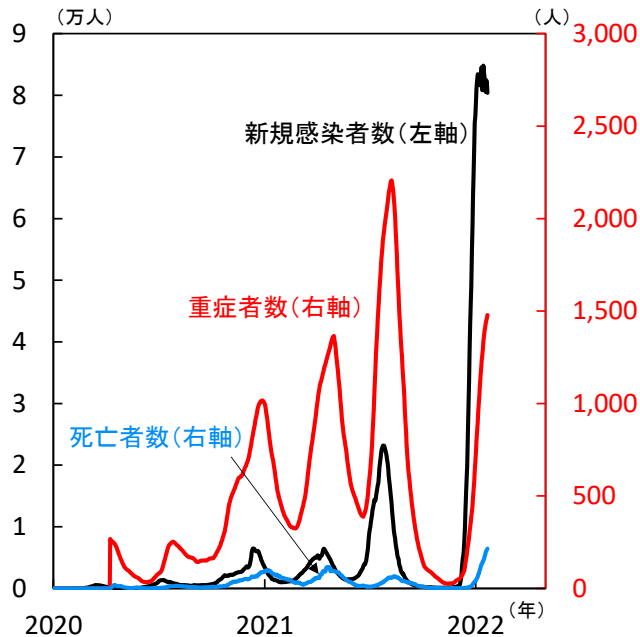
注) 直近値は2021年10-12月期、指数化は当社経済調査室による。

出所) 内閣府より当社経済調査室作成

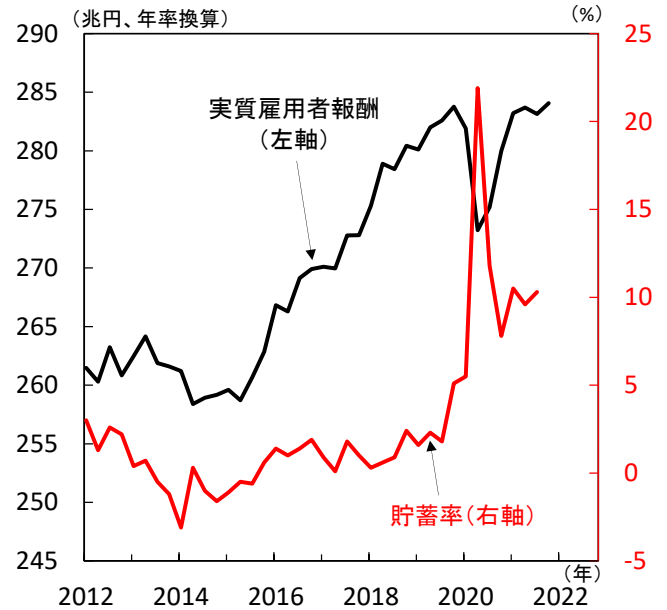
## ② 各国経済見通し－日本

2022年3月

【図3】新規感染者数はピークアウト感が見られる、  
一方で重症者・死者数は増加基調が続く

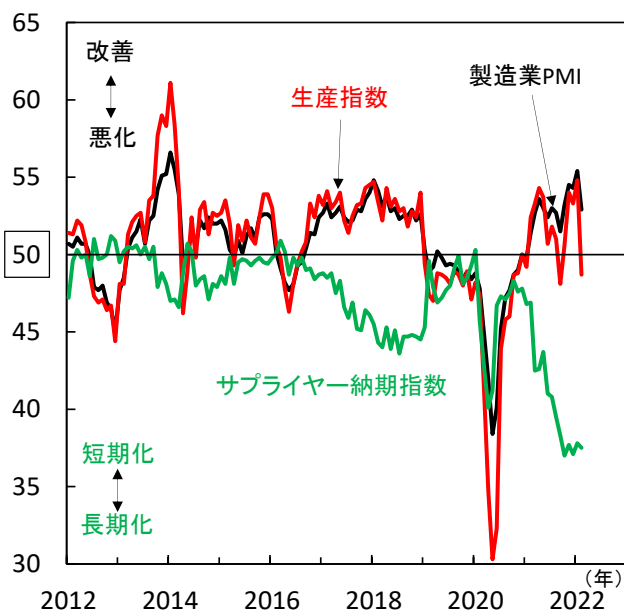


【図5】雇用者報酬は底堅く推移、  
コロナ禍の過剰貯蓄は今後の消費回復の鍵



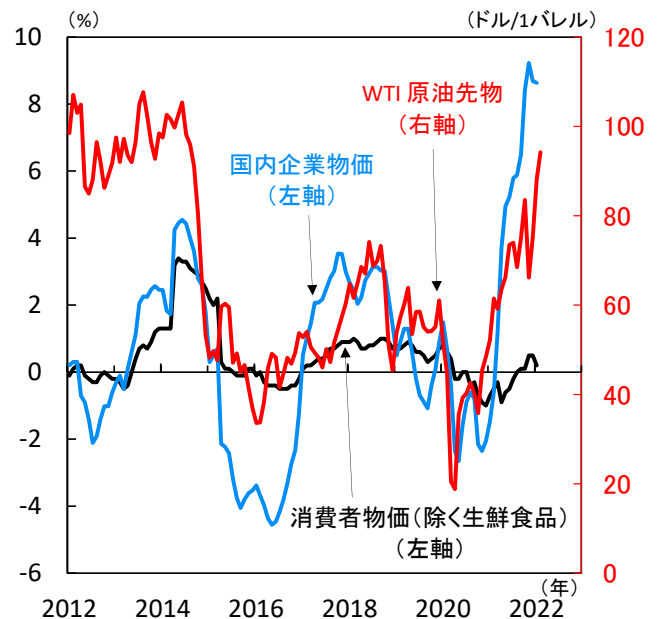
【図4】製造業PMIは中立水準の50を上回る状況続くも、  
長引くサプライヤー納期が生産活動の重石に

日本 製造業PMI(購買担当者景気指数) 主要項目



【図6】ウクライナ情勢緊迫化で原油高が加速、  
企業物価に比べ消費者物価の伸びは鈍い

日本 物価動向(前年比)と原油先物価格



## ② 各国経済見通し－米国

2022年3月



## 米国経済

## 金融政策の手綱締めるFRB 3月FOMCの焦点は物価見通し

### 米金融政策がいよいよ始動

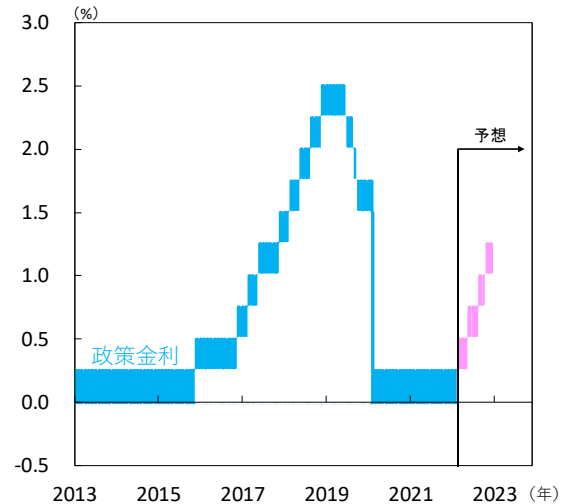
さあ、いよいよ米FRB（連邦準備理事会）が動きます。2019年8月に利下げに転じ、コロナ禍での緊急利下げ措置等も経てこの3月、米FOMC（連邦公開市場委員会）は、約3年ぶりに0.25%の利上げに転じる見込みです（図1）。

一部で0.5%利上げが囁かれています。これには懐疑的です。空いてる高速道路で運転中、すぐ目の前に障害物が散乱、安全に回避するなら加速はしないでしょ。ウクライナ情勢や資源高等の障害物を前に、FRBがアクセル踏むとは思えません。また、短期金利が急上昇すれば長短金利差は急縮小、足元堅調な景気へ打撃となるほか、銀行収益悪化から金融不安リスクも増します（図2）。

今回のFOMC、利上げのほか、最も注目したいのは物価見通しです。FOMCメンバーの昨年来の物価観の変化は、今後の利上げを予想する上で極めて重要です（図3）。

【図1】FRBは3月利上げ開始の見込み

米国 政策金利予想



注) 直近値は2022年2月23日。予想は当社経済調査室で2022年末まで。

出所) FRB、Bloombergより当社経済調査室作成

### 手綱の強さは物価見通し次第

FRBは昨年12月、2022年末の物価を前年比+2.7%（中央値）、同年は利上げ3回実施と展望しました。3カ月経過し、FOMC参加者の物価観はどの程度変化しているか、今後の金融政策運営は、正にこれ次第と言えるでしょう。

昨年12月来、資源高は物価にとって最も大きな悪材料だったと思います。ウクライナなど地政学リスク台頭のほか、主要国原油備蓄の回復需要も一因とみています。米エネルギー省の推計は、備蓄需要は初夏頃まで原油価格上昇要因になる事を示唆しているとみています（図4）。

となると、FOMCの物価見通しは恐らく上方に、3.0%を超えるかどうか、重要な分水嶺になるとみています。

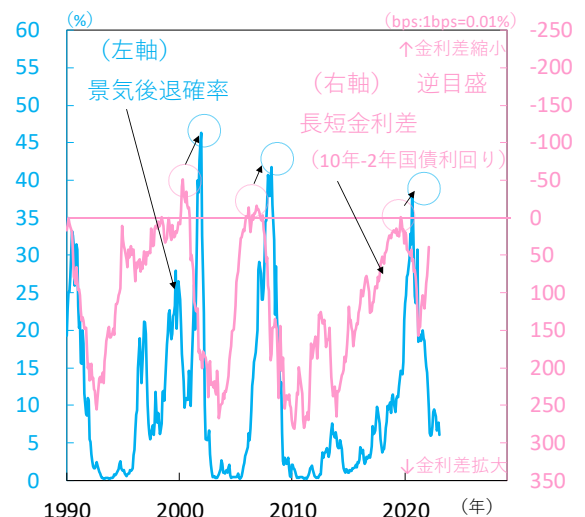
最良のシナリオは見通しに変化無いケース、株式市場は大きく反発し、同時に短期金利も急低下するでしょう。

最悪のシナリオは見通しが市場予想を超えるケース、FOMC参加者の年内利上げ予想回数は急増し金融市場も狼狽、リスクオフの様相を呈することでしょう（図5）。

但し、足元景気は堅調、金融政策が手綱を締めても景気の耐久力は強いと楽観視しています（図6）。（徳岡）

【図2】長短金利差逆転は景気後退を招く恐れ

米国 景気後退確率と長短金利差



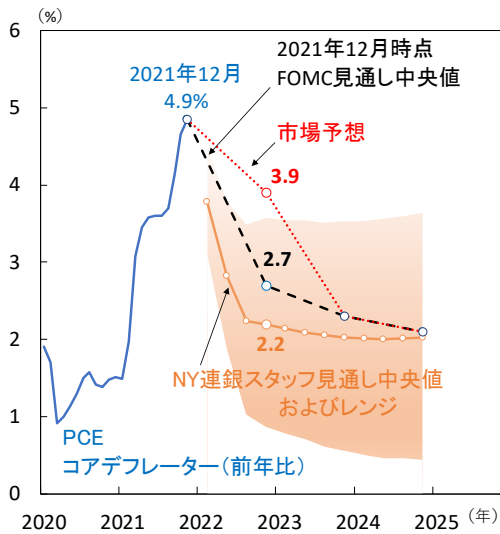
注) 直近値は2022年2月23日。

出所) NY連銀、Bloombergより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－米国

2022年3月

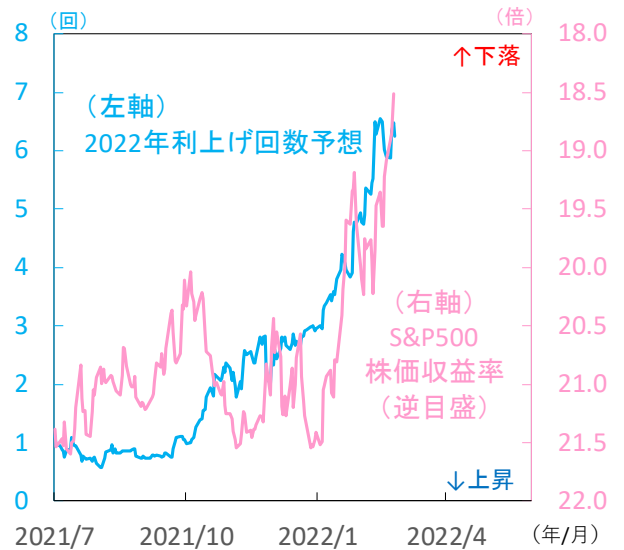
【図3】FOMC参加者の物価観はどう変わる？

米PCE(個人消費支出)コアデフレーターと  
FOMC、NY連銀スタッフ、市場予想

注) 図中数字は2022年末の予想値。市場予想は2022年2月23日時点、Bloomberg集計。NY連銀スタッフ予想は2021年12月時点。

出所) FOMC、NY連銀、Bloombergより当社経済調査室作成

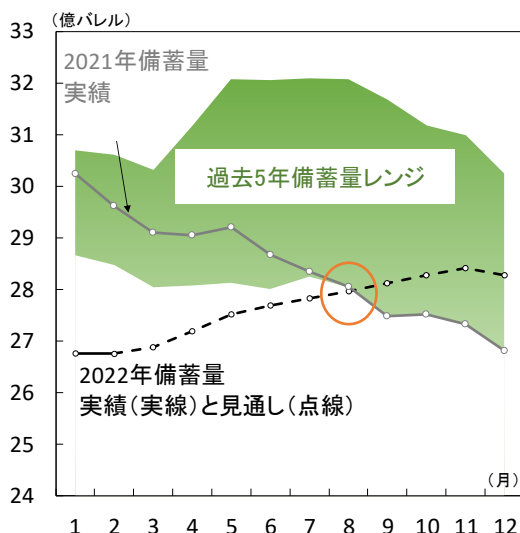
【図5】ワーストケースでは利上げ回数急増も

米国 短期金融市場が織り込む2022年利上げ回数と  
S&P500株価収益率(12ヵ月先)

注) 1回の利上げを0.25%と想定。株価収益率は12ヵ月先予想ベース。直近値は2022年2月23日。

出所) S&P、Bloombergより当社経済調査室作成

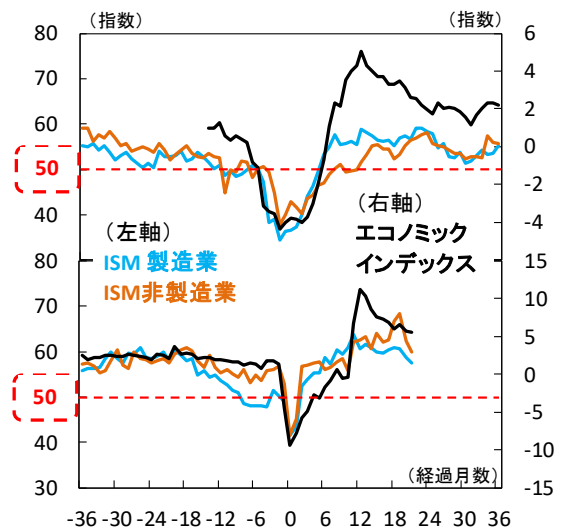
【図4】主要国の戦略備蓄は例年になく減少

OECD(経済開発協力機構)加盟国  
原油・液化燃料備蓄額合計の実績と見通し

注) 注) 直近実績値は2022年1月。過去5年備蓄量レンジは2017年から2021年まで。

出所) 米エネルギー省より当社経済調査室作成

【図6】足元米景気は堅調。利上げの耐久力も十分

米国 ISM景気指数とエコミックインデックス  
(上GFC 下Covid-19)

注) データはGFC(世界同時金融危機)時(上図)とCovid-19(新型コロナウイルス)流行時における最悪期をゼロとしてその前後36ヵ月の経過を比較。直近値は2022年1月。

出所) 米ISM、NY連銀より三菱UFJ国際投信作成

## ② 各国経済見通し－欧州

2022年3月

## 欧州経済

域内景気は回復基調が継続も、  
インフレ高・地政学リスクに懸念

## ■ 新型コロナ・オミクロン株への懸念は緩和

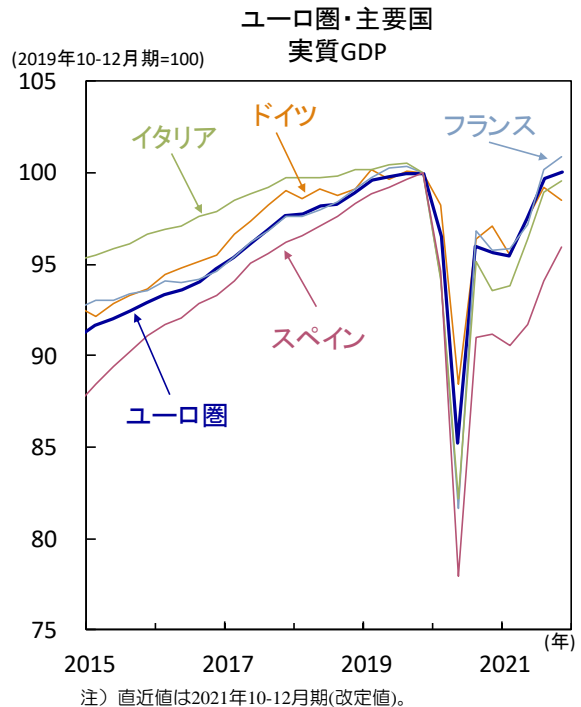
ユーロ圏の2021年10-12月期実質GDP(改定値)は、前期比+0.3%と3四半期連続でプラス成長を維持し、新型コロナ蔓延前(2019年10-12月期)の水準を回復も、回復ペースは鈍化(図1)。昨年秋以降の新型コロナ感染再拡大が回復の重石となりました。域内で比較的に早期に新型コロナ感染が再拡大し、行動制限を強化したドイツは前期比▲0.7%と低迷。対照的に、感染拡大下でも緩やかな行動制限の強化に留めたフランスやイタリアは堅調でした。

一方、生産活動を抑制してきた供給制約問題は改善の兆しを覗かせ、域内景気回復を下支え。主力産業の自動車生産は依然として新型コロナ蔓延前の水準を大きく下回っているものの、回復基調を強めています(図2)。また、新型コロナ感染状況が落ち着きつつあるとして主要各国は感染抑制策の解除に着手。域内の企業景況感は良好な水準を保ち(図3)、生産活動の拡大やサービス業を中心とした消費活動の反発、復興計画の進展等から、ユーロ圏景気は春先以降、堅調に拡大すると期待されます。

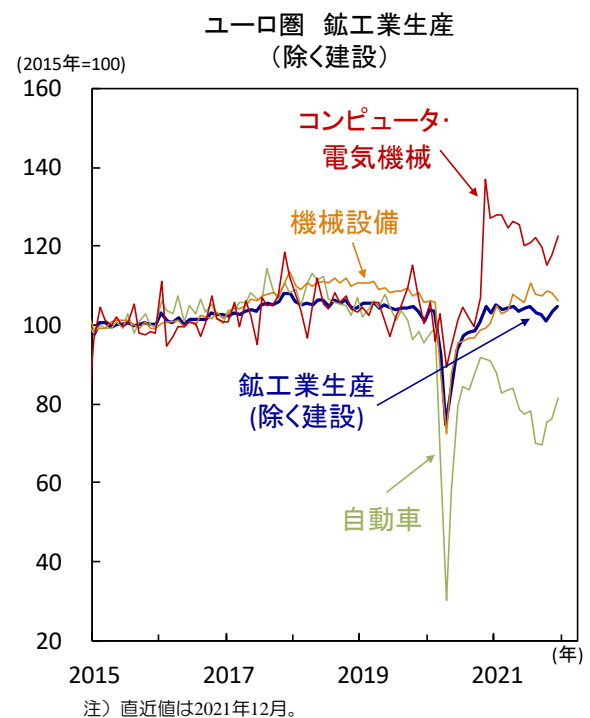
## ■ 強まるECBによる金融政策正常化観測

足元、域内景気への懸念材料は高インフレの長期化やウクライナ情勢の悪化。ユーロ圏の1月消費者物価は前年比+5.1%と過去最大の伸び率を更新しました(図4)。ベース効果等の一時的要因は剥落したものの、資源価格の大幅な上昇が強く影響しました。当面は資源高や供給制約等を背景に、インフレ率は高水準での推移継続が見込まれ、企業や家計の期待インフレも上昇しています(図5)。

ECB(欧州中央銀行)は2月政策理事会で金融政策を据置く一方、インフレリスクへの警戒から政策正常化への前向き姿勢を強めました。ラガルドECB総裁はこれまで否定してきた年内利上げの可能性についてデータ次第と見解を変化させています。しかし同時に、利上げにより景気や雇用の回復が損なわれるリスクをも懸念し、いかなる政策調整も漸進的に行うと明言。ECBが注視する域内の賃金上昇率は依然抑制され(図6)、早急な利上げは見込まれないものの、第4四半期での利上げ着手の可能性は高まっており、賃金・物価動向への注視が続きます。(吉永)

【図1】ユーロ圏 実質GDPは漸く、  
新型コロナ危機前の水準を回復

出所) Eurostat (欧州統計局) より当社経済調査室作成

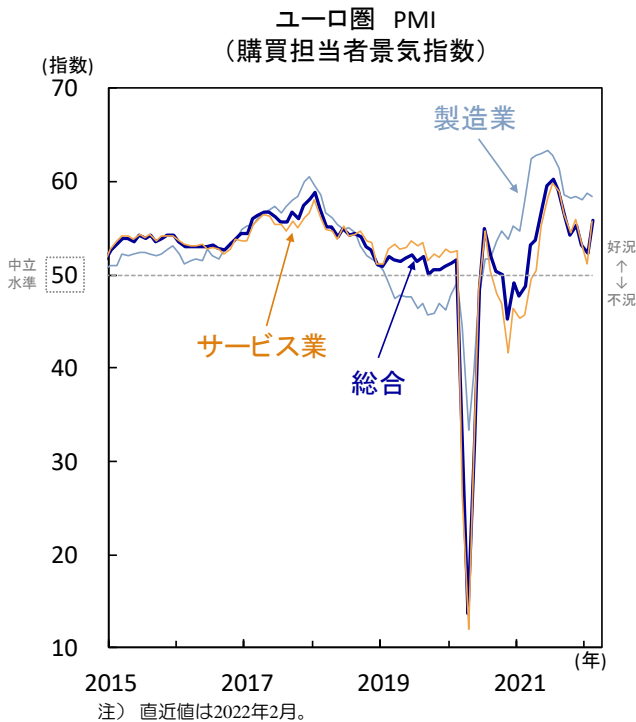
【図2】ユーロ圏 回復基調を強める自動車生産、  
供給制約問題に改善の兆し

出所) Eurostatより当社経済調査室作成



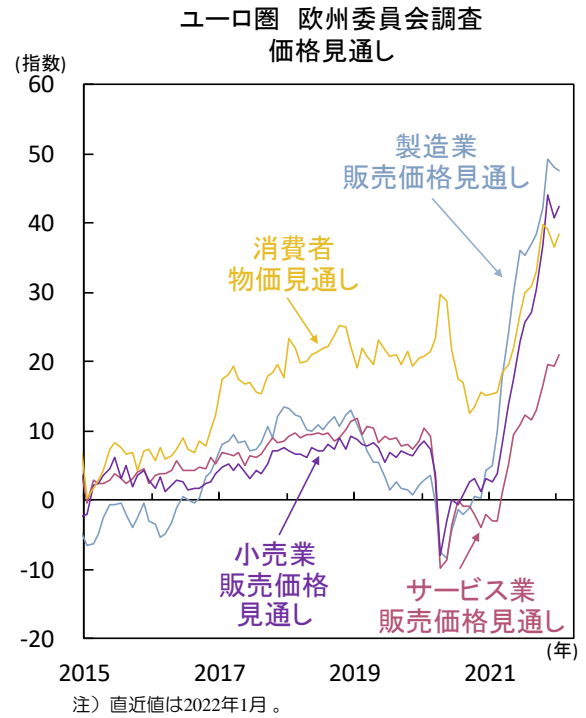
## ② 各国経済見通し－欧州

2022年3月

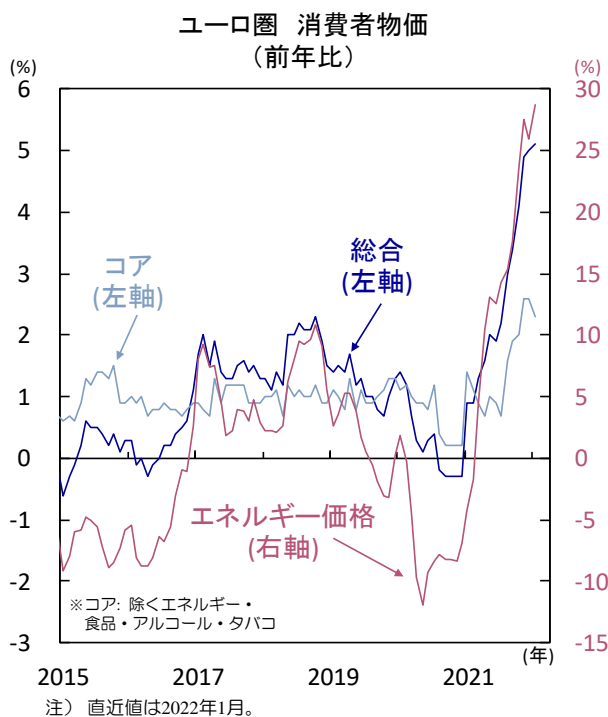
【図3】ユーロ圏 主要国政府は感染抑制策を緩和へ、  
企業景況感は良好

出所) マークイットより当社経済調査室作成

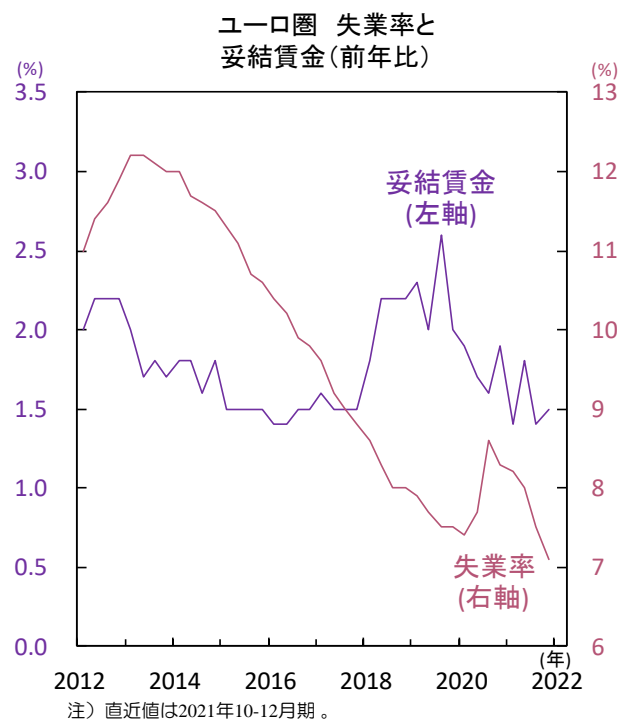
【図5】ユーロ圏 企業・家計のインフレ期待は共に上昇



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 資源価格の上昇は止まらず、  
インフレ加速が継続

出所) Eurostatより当社経済調査室作成

【図6】ユーロ圏 労働市場の改善は継続も、  
賃金上昇率は依低迷

出所) 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

2022年3月

## オーストラリア(豪)経済

豪中銀は量的金融緩和を終了、  
利上げには慎重な姿勢を維持

## 物価見通しを上方修正

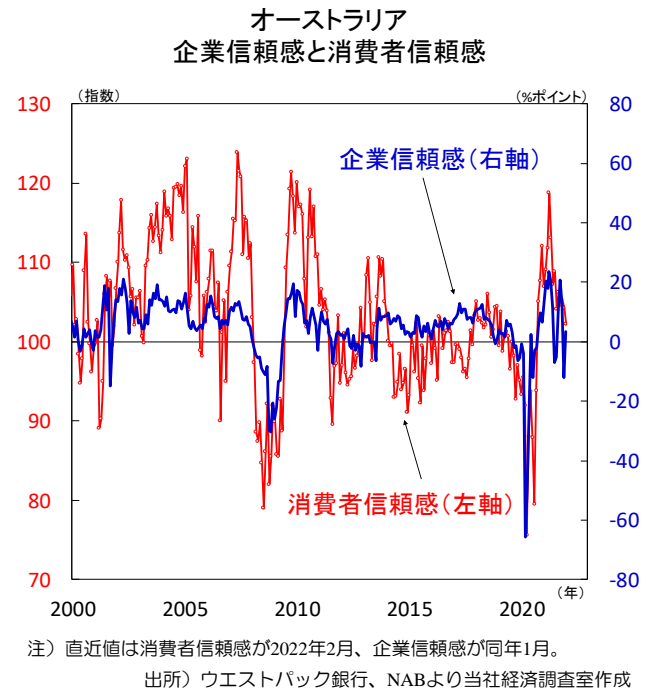
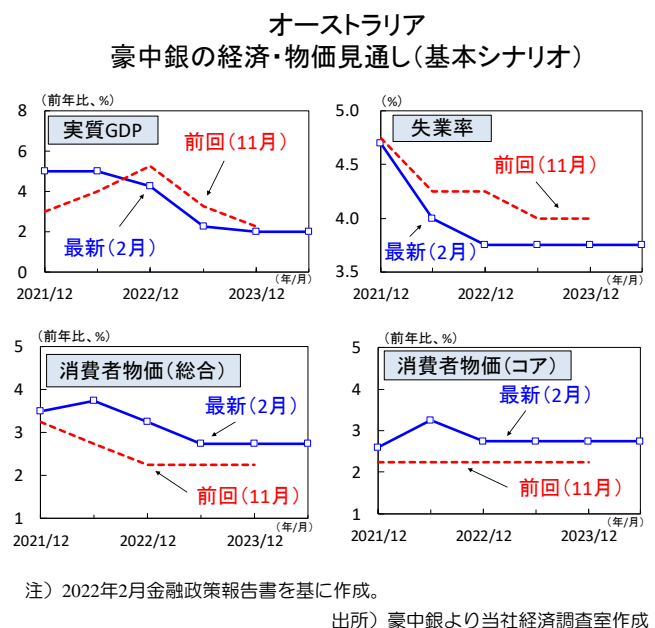
豪州ではオミクロン変異株感染拡大の影響で年明けに景気は鈍化、景況感は悪化しています(図1)。ただ、感染は既にピークを打っており、行動自粛が緩和に向かい景気は回復する見込みです。一方、消費者物価の上昇率は一段と加速しています。背景には新型コロナ感染拡大に伴う供給制約とサービス価格を含む投入コストの上昇や、労働市場の逼迫があげられます。オミクロン変異株からの景気回復は速いペースで進む可能性が高く、インフレ圧力は想定以上に強まる懸念があります。

豪中銀の2月金融政策報告では、消費者物価コア前年比は今年年央には+3.25%に上昇し年末には+2.75%まで低下、失業率は年末には3.75%に低下すると予想されました(図2)。ロウ中銀総裁はオミクロン変異株の流行は景気回復を妨げていないと指摘し、賃金上昇については依然緩やかでインフレ率と整合的となるまでまだ時間がかかる公算が高いとの従来の見方を示しています。

## 量的金融緩和は終了、ただし利上げには慎重

ロウ総裁は2月金融政策決定会合後の声明で、実際のインフレ率が2-3%の目標範囲内に持続的に収まるまで政策金利を引き上げない事を表明し、インフレ率が持続的に目標範囲内にあると結論付けるのは時期尚早としました。一方で、賃金上昇率は2024年年央には3%を超える見通しであり、消費者物価は上振れの圧力を受ける事になります(図3)。豪中銀は今年末にも失業率が完全雇用の水準に達し、賃金上昇が加速すると判断しているとみられ(図4)、年内の利上げが妥当となる公算は高いと言えます。

2月会合では債券買入れの終了(～2月10日)が決定され、5月会合で保有資産の再投資について検討するとされました。量的緩和終了については早期利上げを示唆するものではなく、引き続き忍耐強く対応する用意があると強調されましたが、金融市場はインフレへの警戒から5月にも豪中銀が利上げを開始し、断続的に利上げするとみえます(図5)。債券利回りは上昇基調にあり(図6)、株安傾向にある事から景気不安の台頭も懸念されます。(向吉)

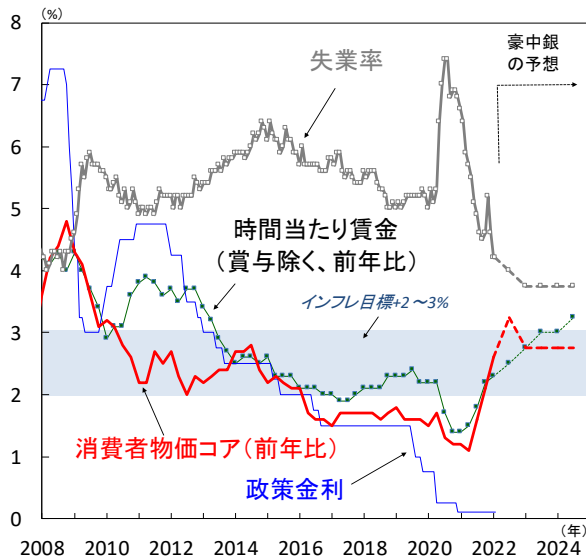
【図1】景況感は悪化傾向、  
オミクロン変異株感染拡大の影響が大きい【図2】豪中銀は失業率と物価の予想を上方修正、  
失業率は4%を下回る水準が続くとの見方

## ② 各国経済見通しーオーストラリア

2022年3月

【図3】賃金上昇率は加速する見通し、  
豪中銀はコアインフレ率がレンジ内に留まると予想

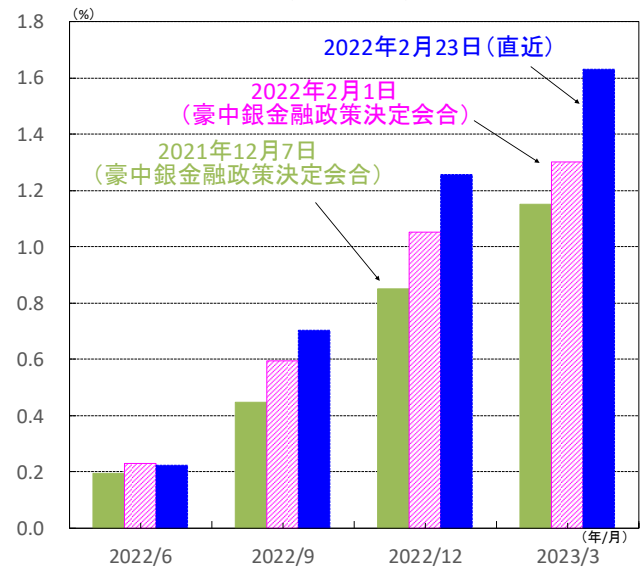
オーストラリア  
失業率、賃金、消費者物価、政策金利



注) 直近値は失業率が2022年1月、時間当たり賃金と消費者物価が2021年10-12月期、政策金利が2022年2月末時点。  
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5】金融市場は早期利上げを見込む、  
年内5回の利上げが織り込まれる

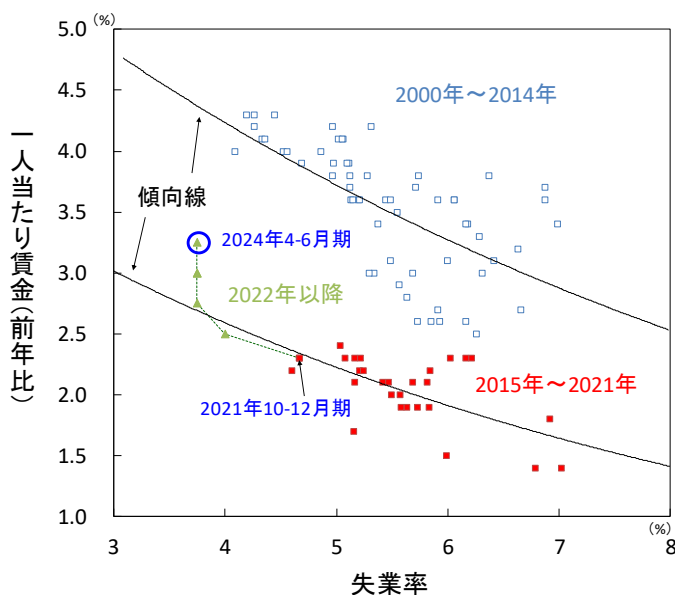
オーストラリア 金融市場の政策金利見通し  
(OISレート)



注) OIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）レート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

【図4】失業率は完全雇用の水準に到達へ、  
賃金上昇率は加速しインフレ圧力は高まる見込み

オーストラリア  
失業率と賃金伸び率の関係



注) 直近値（実績）は2021年10-12月期。2022年4-6月期～2024年4-6月期は豪中銀予想（2022年2月時点の基本シナリオ）に基づく。  
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】金利正常化が進むとの見方強まる、  
短期金利が上昇するなか景気減速懸念の台頭も

オーストラリア  
国債利回り、政策金利、株価



注) 直近値は2022年2月23日。

出所) 豪中銀、Bloombergより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－中国

2022年3月

## 中国経済

北京五輪終え当局の視線は秋の党大会へ、  
3月5日開幕の全人代で景気支援策示すか

## 北京五輪開催の裏で盛り上がり欠く国内景気

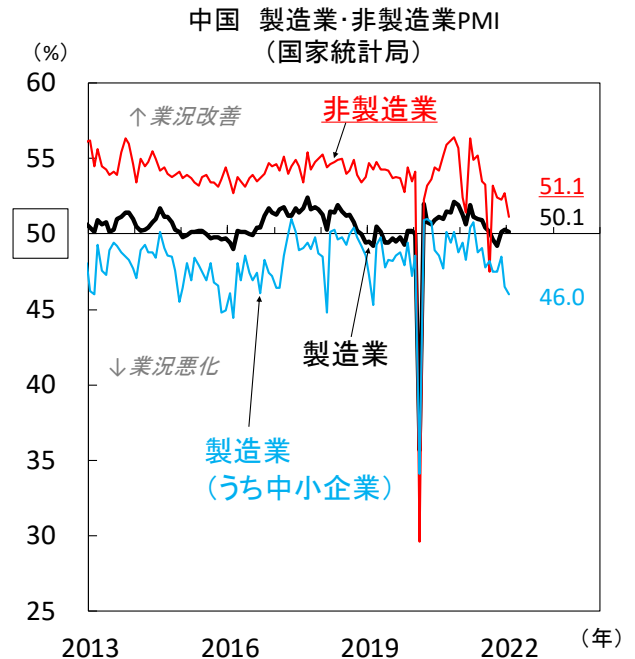
中国景気は依然、停滞感を拭えずにいます。直近1月のPMIを見ると、国家統計局統計で製造業50.1、非製造業51.1（図1）、民間（財新）統計で製造業49.1、サービス業51.4といずれも前月比低下となりました。特にサービス業の減速が鮮明で、物流に比べ人流の回復が遅れている様子からもうかがえます（図2）。2022年の春節休暇（1月31日-2月6日）の国内旅客数を見ても、2019年同期比73.9%と2021年（同75.3%）すら下回る状況です（政府公表）。北京冬季五輪は無事閉幕も、同五輪成功を最優先にしたゼロコロナ戦略の弊害が顕在化した印象です。

消費安定に向けプラス材料はインフレ沈静化の兆しといえます（図3）。直近1月の生産者物価は前年比+9.1%と3ヵ月連続で低下、川上物価の鈍化は朗報です。ただし川下の消費者物価低迷は、2019-20年の豚肉価格急騰の反動によるところが大きく、原油を含む資源価格高止まりも続くなか、予断を許さない状況にあるといえます。

## 2022年の5%前後成長確保に向け本格始動か

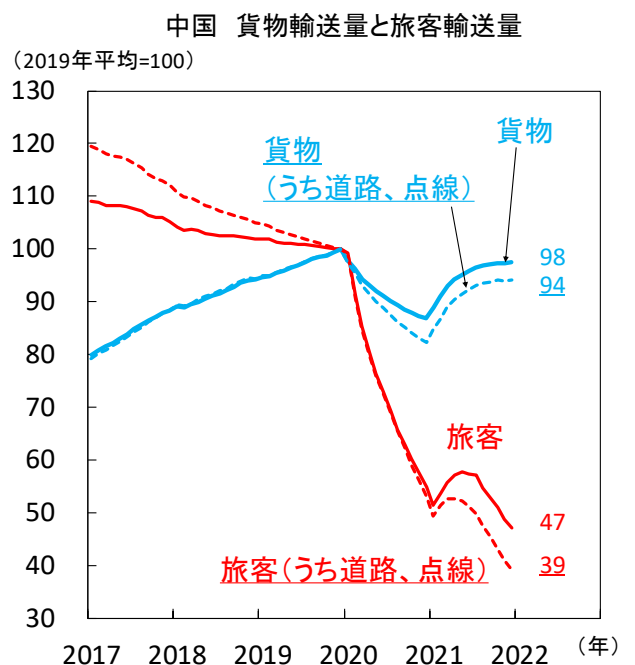
雇用安定も消費底上げに不可欠な要素です。雇用の大部分を支える中小企業の低迷が示すように（図1）、雇用回復は足元鈍い状態です（図4）。昨年12月の調査失業率は全体で5.1%と政府目標達成も、若年層（16-24歳）では14.3%に高止まるなど課題もあります。2022年の大卒者数が過去最多の1,076万人（前年比167万人増）と予想されるなか、秋の共産党大会に向け雇用対策は急務です。

3月5日開幕の全人代では、雇用支援を含めた追加景気対策に注目が集まります。すでに地方政府（31省市自治区）による2022年の経済成長率目標が出揃いましたが、全地区が+5.0%以上を掲げています（GDP規模1位の広東省が+5.5%前後、2位の江蘇省が+5.5%以上、北京市は+5.0%以上）。景気減速の主因である不動産市場の安定に向け、昨年終盤以降の金融緩和姿勢を強調するか（図5）、地方政府特別債発行加速などを通じ、低迷続くインフラ投資のてこ入れに動くかなども焦点です（図6）。（瀧澤）

【図1】 製造業・非製造業ともに減速基調、  
中小企業では業況悪化がより鮮明に

注) 直近値は2022年1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】 モノに比べ大幅に回復遅れるヒトの流れ、  
道路輸送の低迷は大気汚染対策も影響か

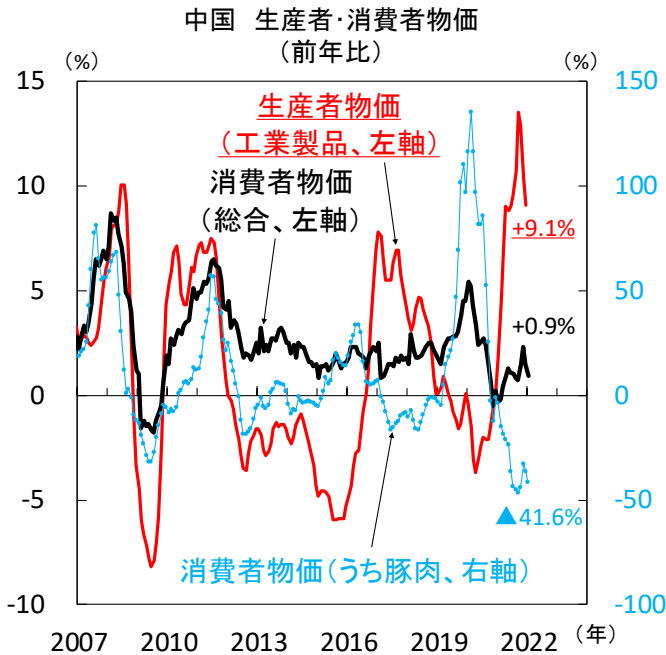
注) 輸送量は道路・鉄道・水路・空路の合計。値は12ヵ月移動平均。指数化は当社経済調査室。直近値は2021年12月時点。

出所) 中国交通运输部より当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－中国

2022年3月

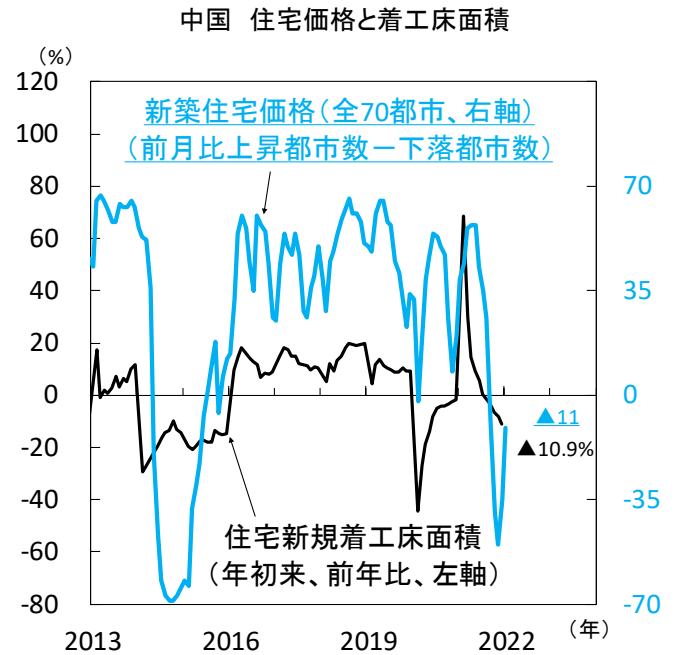
【図3】川上物価の上昇ピッチ鈍化に安堵も、  
川下は豚肉など不透明要因も多く油断禁物



注) 直近値は2022年1月時点。

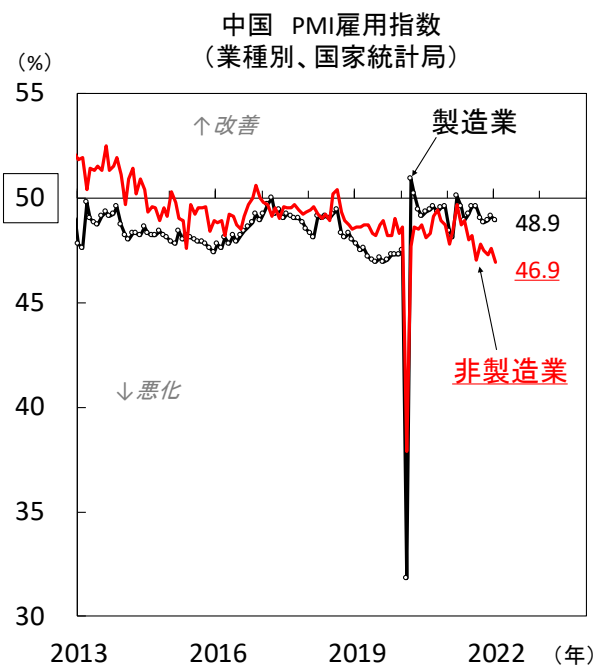
出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図5】住宅価格下落圧力に緩和の兆しも、  
当面は昨年来の金融緩和効果を慎重に見極めか

注) 直近値は新築住宅価格が2022年1月、  
住宅新規着工床面積が2021年12月時点。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

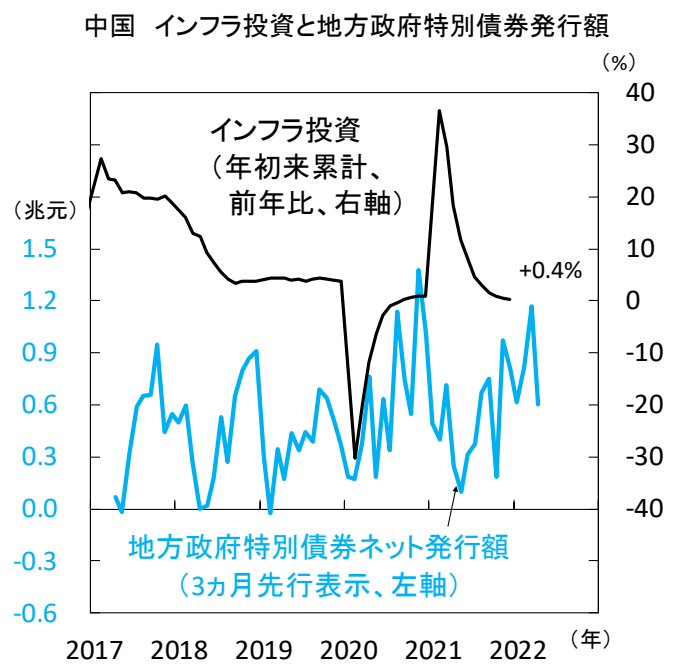
【図4】雇用安定目指すも思うように進まず、  
秋の共産党大会成功に向けた最重要課題に



注) 直近値は2022年1月時点。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図6】地方政府特別債の発行額はやや高めに推移、  
全人代でインフラ投資でこ入れ示すか注目

注) 直近値はインフラ投資が2021年12月、  
地方政府特別債券ネット発行額が2022年1月時点。

出所) 中国国家统计局、中国人民銀行より当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通しーインドネシア

2022年3月

## インドネシア経済

## コロナ感染を乗り越え回復する景気

## 感染の収束に伴って民間消費が回復

インドネシアの景気は回復を続け、足元でコロナ感染が再拡大する中でも堅調な拡大が見込まれます。10-12月期の実質GDPは前年比+5.0%(7-9月期+3.5%)と加速、昨年通年の成長率は同+3.7%(一昨年▲2.1%)と反発しました。

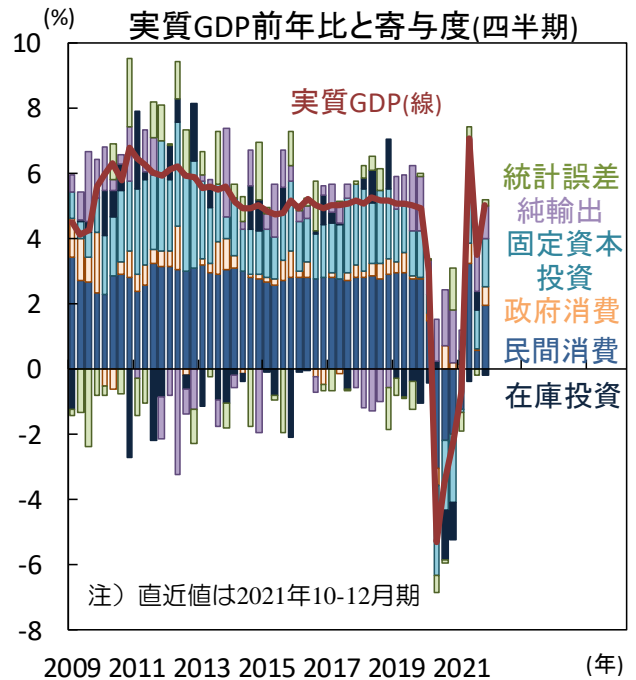
10-12月期の需要側では、純輸出の寄与度が+1.0%pt(同+1.3%pt)とやや低下したものの(図1)、コロナ感染の収束(図2)に伴う民間消費の回復などから内需(在庫投資を除く)の寄与度が+4.0%pt(同+1.9%pt)に伸びました。民間消費は前年比+3.5%(同+1.1%)へ加速。活動制限が緩和され人流が回復するとともに(図3)運輸・通信関連の消費が反発し、食品なども堅調でした。政府消費も同+5.2%(同+0.6%)へ拡大。経済復興計画(PEN)関連の歳出が加速し、年度末の12月にかけて地方政府の歳出も伸びました。固定資本投資は同+4.5%(同+3.8%)へ加速。政府投資の失速とともに建設投資が同+2.5%(同+3.4%)と鈍化したものの、設備投資が同+13.5%(同+11.5%)と堅調でした。外需では、総輸出が同+29.8%(同+29.2%)と好調で、総輸入も同+29.6%(同+29.9%)と高い伸びを維持しました。

## サービス部門や製造業が堅調に拡大

生産側では、行動制限の緩和に伴ってサービス部門が伸び、輸出や家計消費にけん引され製造業も加速しました。農林漁業は同+2.3%(同+1.4%)に加速し、鉱業も同+5.2%(同+7.8%)と鈍化しつつ堅調。石油ガスが下げ幅を広げ、中国向け輸出の減速等に伴って石炭も鈍化したものの、ニッケル等金属鉱石が同+24.4%(同+24.7%)と好調でした。製造業は同+4.9%(同+3.7%)へ加速。輸出と家計消費の伸びが背景です。繊維・衣服、家具、機械設備、運輸機器が底堅く伸び、卑金属も同+11.3%(同+9.5%)へ加速。国内の生産能力と精錬能力が拡大したことに伴ってステンレス鋼やニッケル中間製品等の輸出が伸びました。建設業は同+3.9%(同+3.8%)とほぼ横ばいでした。

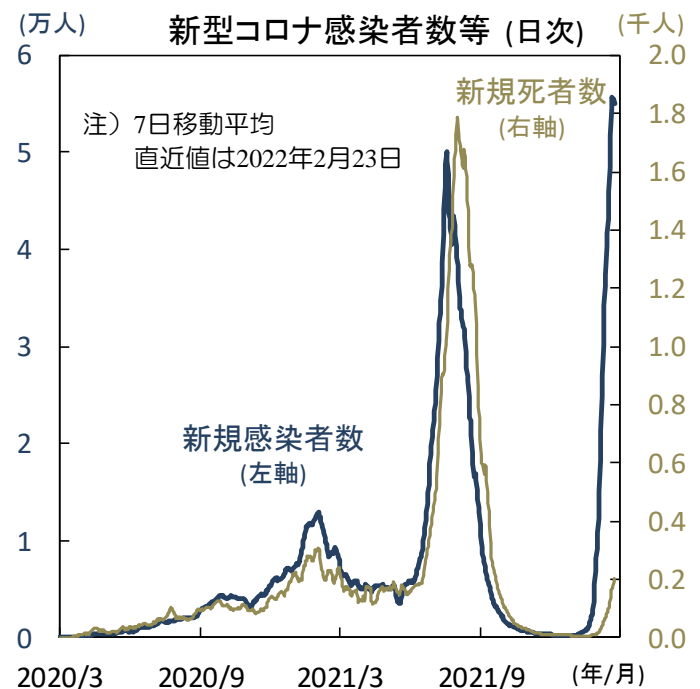
サービス部門は同+4.1%(同+2.2%)へ加速しました。活動制限が緩和され国内旅行が回復する中で空運が同+19.3%(同▲19.7%)、飲食・宿泊が同+4.9%(同▲0.1%)と反発し、卸売・小売も同+5.6%(同+5.2%)へ加速。政府の経常歳出の伸びに伴って公共サービスも拡大しました。

【図1】 コロナ感染拡大で7-9月期に落込んだ  
景気は感染収束で10-12月期に回復



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】 新型コロナウイルス感染者数は10-12月期に  
減少したものの、足元で再び増加



出所) 世界保健機関(WHO)、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

2022年3月

## 景気回復を待ちつつ金融政策の正常化へ

## ■ 今年は+5%前後の堅調な経済成長率を見込む

足元ではオミクロン変異株の感染が拡大し、2月23日時点の新規感染者(7日移動平均)は5.5万人と昨年末の200人弱より急増(図2)。全国の病床使用率26%、ジャカルタは43%です(2月22日現在)。2月7日、政府はジャカルタ等の活動制限措置(PPKM)の水準を2番目に厳しい「3」に上げました。もっとも昨年7月当時よりワクチン接種が進み、変異株の特性ゆえに重症化率や死亡率は低水準。制限措置が更に強化される可能性は低く、家計消費への下押し圧力は昨年7-9月期より小さいでしょう。

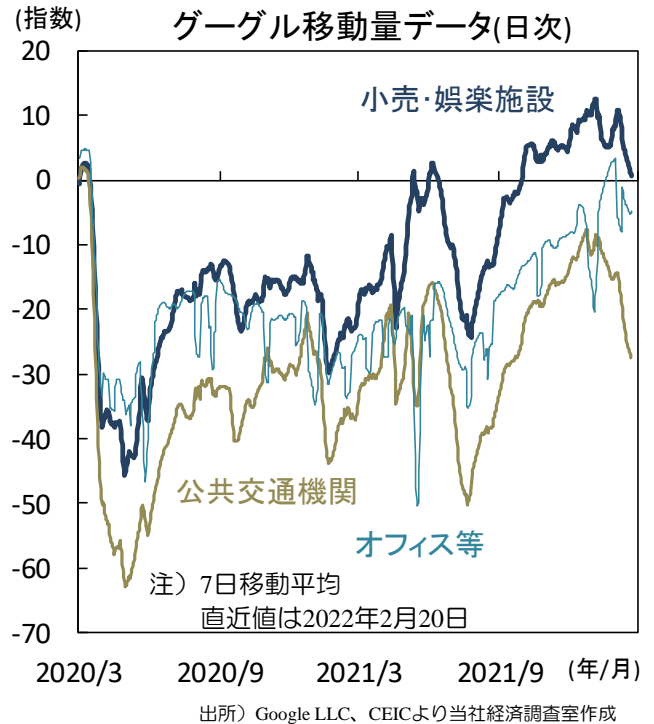
足元で堅調な設備投資の一部は直接投資に伴うものとみられます。近年、卑金属(ニッケルやステンレス鋼)、加工食品、自動車、化学、鉱業関連の直接投資が増加。今後は、既存の生産設備の稼働率が上昇するとともに、今年後半より民間投資が更に加速するでしょう。また、ジャワ島以外の地域のインフラ投資も総投資の伸びを押し上げると見込まれます。パーム油や石炭など一次産品価格の上昇による交易条件の改善も景気を支援するでしょう。今年通年の経済成長率は+5.0%前後(昨年+3.7%)へ加速すると予想されます。

## ■ 流動性を吸収しつつ今年半ばより利上げ開始か

インドネシア銀行(BI)は政策金利を低位に保ち景気回復を促しています。2月10日、BIは政策金利を3.5%に維持。金利の据置きは昨年3月より12回連続です。声明は、対外的な圧力が増す中で為替相場の安定と物価の抑制と景気の刺激を行うための決定であると記述。米国が金融政策の正常化を急ぎ新興国への資本流入を抑える可能性があるものの、自国の経常赤字は管理可能な範囲であり直接投資等によってカバーされるだろうと、為替相場を安定的に保つ自信があることを示唆しました。

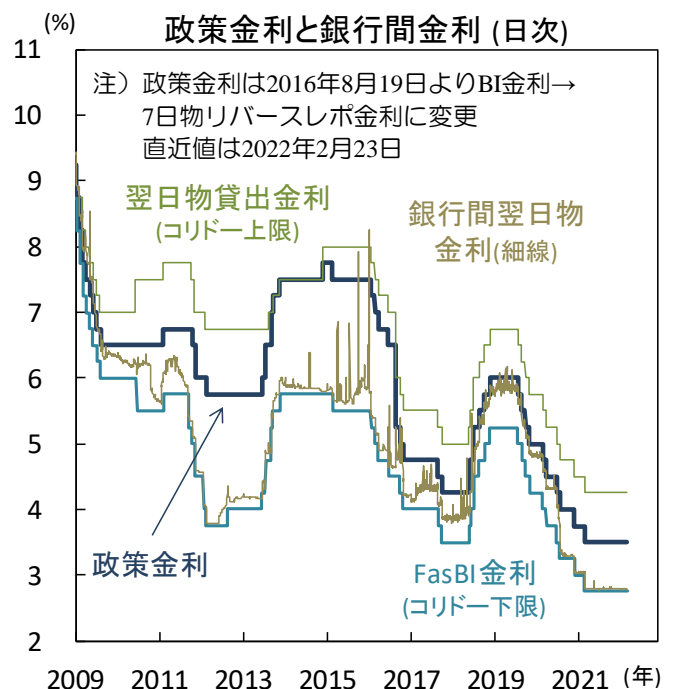
BIは前回1月の会合で銀行の預金準備率(RRR)を今年3月から段階的に引き上げ(3.5%→6.5%)、約200兆ルピアの資金を吸収すると決定。BIは国債の買取によって流動性を供給しており、これをRRRの引き上げで相殺する模様です。多額の流動性もあり、銀行間の翌日物金利は金利コリドー下限の2.75%付近で推移(図4)。BIは同金利を政策金利(3.5%)近くへ誘導するでしょう。その後は、景気回復を確認しつつ今年半ばから来年にかけて政策金利を現状の3.5%から5%へ引上げると予想されます。(入村)

【図3】足元の移動量は、前回感染が拡大した昨年7-9月期の水準を上回る



出所) Google LLC、CEICより当社経済調査室作成

【図4】昨年初より政策金利を低位に維持  
当面は政策金利を下回る短期金利の正常化が課題



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—トルコ

2022年3月

## トルコ経済

緩和的な金融環境で景気は堅調も  
物価上昇の沈静化は当面期待できず

## 国内景気は堅調も貿易赤字幅が拡大

トルコの経済は足元堅調ですが、内需増加により貿易赤字が拡大しています。また物価の高騰が家計消費を下押ししています。昨年12月の鉱工業生産は日数調整値で前年比+14.4%(11月+11.3%)と引き続き堅調に推移しています。今年1月の製造業PMIは50.5(昨年12月52.1)と鈍化しているものの節目の50を上回り拡大を示しています。

1月の貿易収支は▲104億ドル(同▲68億ドル)と昨年下旬から赤字幅を拡大しています(図1)。堅調な景気による財輸入量の増加やリラ安で昨年末から輸入額が増加したとみられます。1月の総合消費者物価は前年比+48.7%(昨年12月+36.1%)、コア物価は同+39.5%(同31.9%)とインフレが一段と加速し、2002年以来の高水準となっています(図2)。世界的に価格が高騰するエネルギーや食料品が総合物価を押し上げているだけではなく(図3)、国内サービスにまで幅広く物価の高騰が波及。2月の消費者信頼感71.2(1月73.2)と12月につけた2012年の統計開始以来の最低値から反発したものの、依然水準です(図4)。

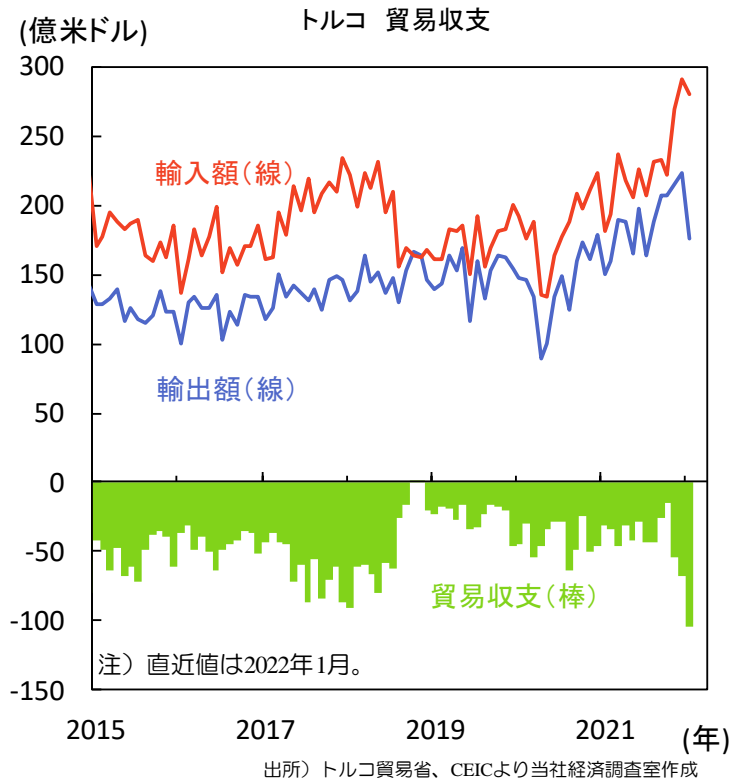
## インフレは一層加速するも利上げは行われず

トルコ中央銀行(中銀)は2月17日の金融政策決定会合で政策金利を14.00%に据え置くと決定しました(図5)。2021年9月会合以降、累計5%の利下げの後、前回(1月)に続く据え置きとなります。声明では今後の政策について明確に言及されていないものの、エルドアン大統領の低金利を好む姿勢から追加利下げの可能性を否定できません。

当面、大幅な政策金利の引き上げはなく低水準で推移する一方、インフレは前年比50%近くで高止まると予想され、今後も実質金利が大幅なマイナスである状況が続くとみられます。また堅調な景気や高止まるエネルギー価格による輸入額の増加や、低水準で推移するリラによって貿易赤字が拡大する一方で、国際観光業が重要な外貨獲得源である同国は足元観光客の閑散期であり、旅行収支の回復が遅れ経常収支の赤字基調が続くとみられます。昨年末の大幅な変動を経て足元軟調なリラ相場(図6)は今後も厳しい環境が続くとみられます。(松本)

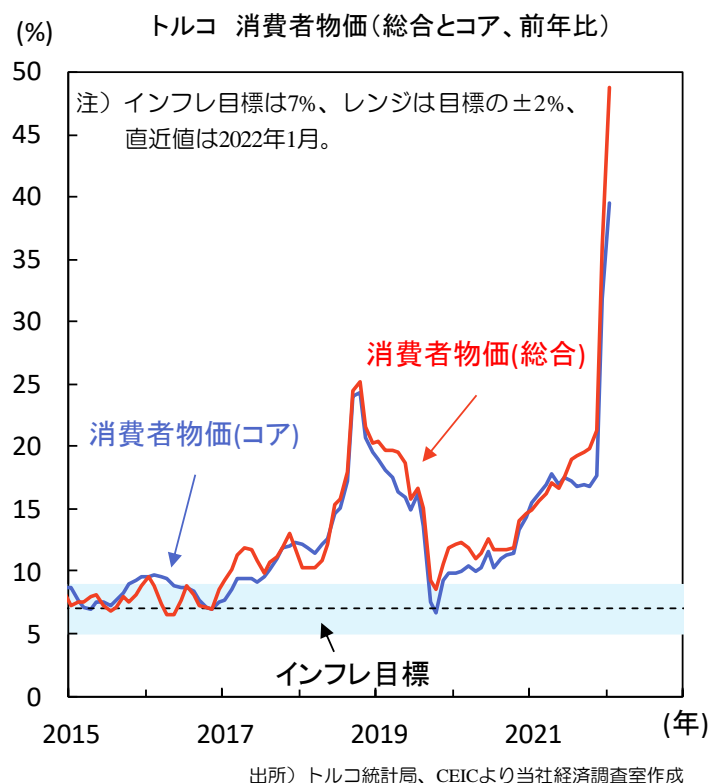
【図1】 堅調な景気を背景に輸入額は高水準

貿易赤字は大幅に拡大



【図2】 消費者物価(総合)は前年比+48.7%まで高騰

幅広い品目に波及しコア物価も同+39.5%に上昇

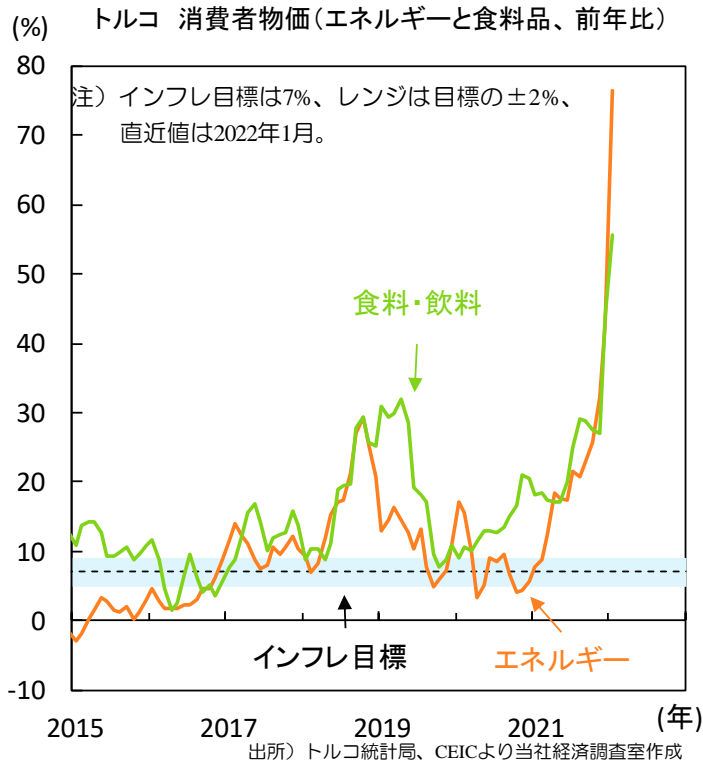




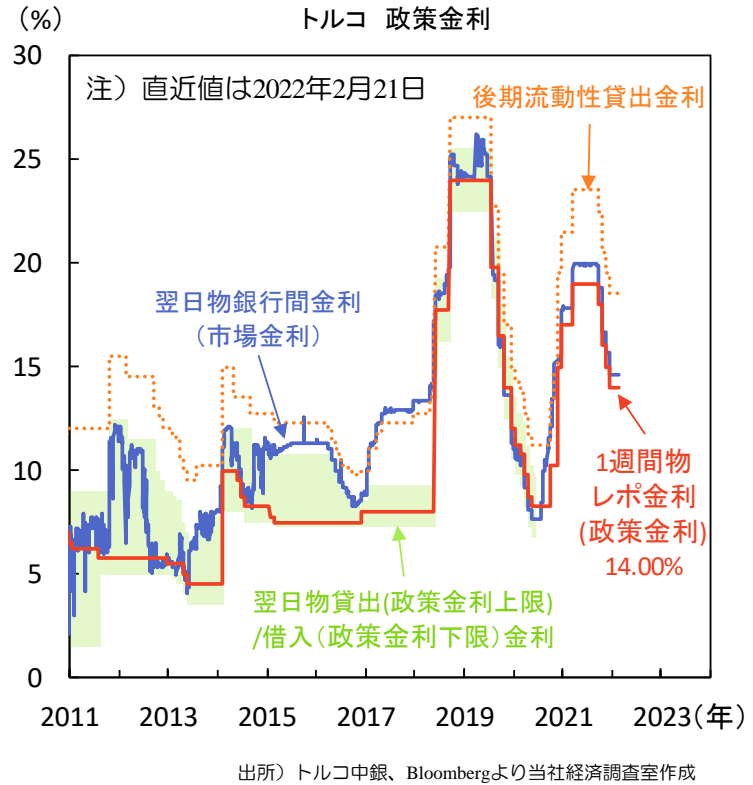
## ② 各国経済見通し—トルコ

2022年3月

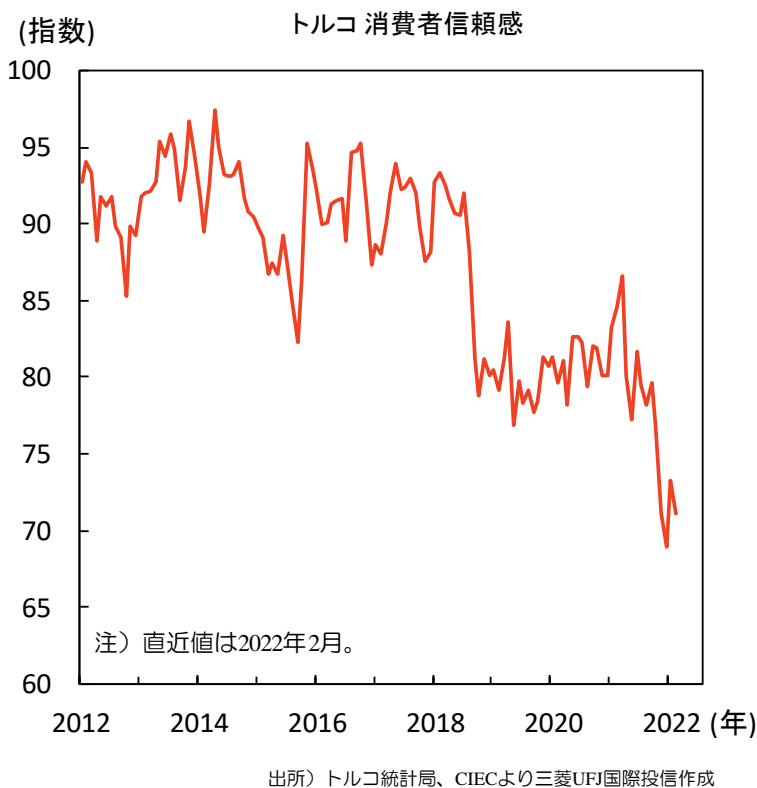
【図3】世界的にエネルギー、食料品価格が上昇  
総合消費者物価を大幅に押し上げる



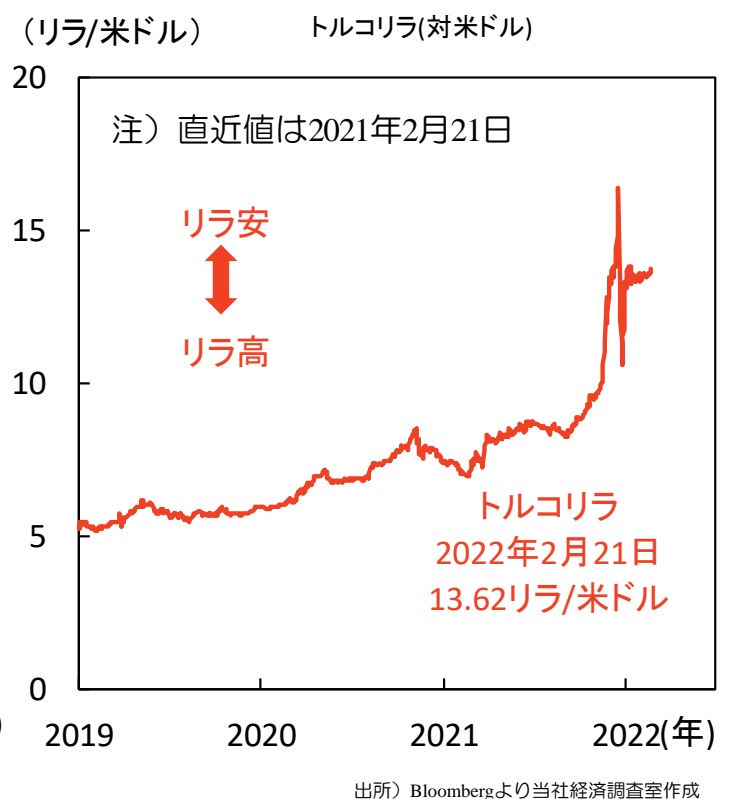
【図5】中銀は2会合連続で政策金利を据え置き  
大統領は引き続き緩和姿勢の継続を示唆



【図4】消費者信頼感は統計開始以来の低水準で推移  
高騰する物価が家計消費を下押し



【図6】リラは昨年末の乱高下を経て  
足元は1米ドル=13リラ台後半で安定的に推移



## ③ 市場見通し－株式

2022年3月

## 世界

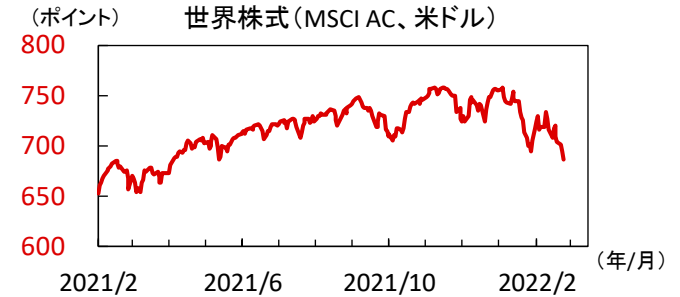
## 2月の株式市場は先進国中心に低調

2月の株式市場は総じて低調でした（図1上・下）。利上げが濃厚な3月FOMC（米連邦公開市場委員会）、ロシア・ウクライナの軍事衝突リスクへの警戒感が重石となりました。ハイテク株軟調が続く米国に加え、ECB（欧州中銀）の年内利上げ観測浮上を受け、ドイツも弱含みました。新興国では、インフレ沈静化の兆しを見せた中国で底固めの動きも見せましたが長続きしませんでした。

## 業績見通しは良好も雑音多く上値は重い

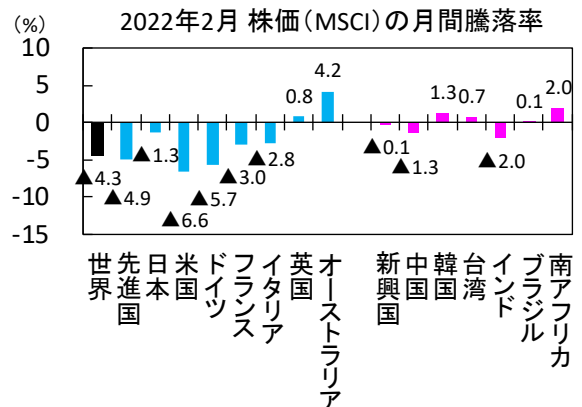
2月に英国が全ての行動制限を撤廃したように、主要国は新型コロナとの共存を選択、経済正常化は着実に進んでいます。2022-2023年の世界株式（MSCI AC）の予想EPS（一株当たり利益）も前年比+7-8%と企業業績見通しは良好です。ただし、世界的な金融引き締め波、ウクライナ・イランなどを巡る地政学リスクがくすぶるなか、株価は反発力の鈍い展開を強いられそうです。（瀧澤）

【図1】2月は米国中心に先進国の軟調目立つ



注) 直近値は2022年2月23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。2月23日時点。

出所) MSCI、Refinitivより当社経済調査室作成

## 日本

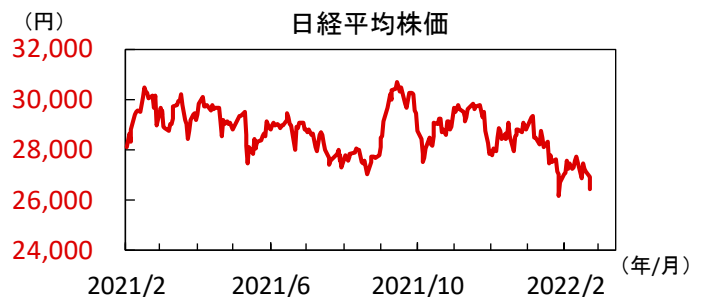
## 1月に続き、日経平均株価は軟調

2月の日経平均株価は前月末比2.1%下落しました（～23日）。月初は10-12月期決算発表が本格化し、好決算企業への資金流入等で株価は底堅く推移しました。その後は米景気指標を受けた米金融引き締め観測に加え、ウクライナ情勢緊迫化を警戒し軟調に推移しました。14日には日銀が今年3回目のETF（上場投資信託）買い入れを実施するなど、1月に続き不安定な相場が続いています。

## 当面は積極的な買いに動きづらい状況を予想

3月に欧米など主要中銀の政策決定会合を控え、ウクライナ情勢への警戒感も残る中、当面は積極的な買いに動きづらい状況が続くとみえます。10-12月期企業決算は良好かつ、一時マイナス圏に突入したリビジョン・インデックスも底打ちの兆しが見られ、企業業績は堅調です。ただし、供給網混乱や原油など資源高が長引く場合、投入コスト高が業績下押し要因となるため、新型コロナ感染状況や商品市況等も注目材料になりそうです。（田村）

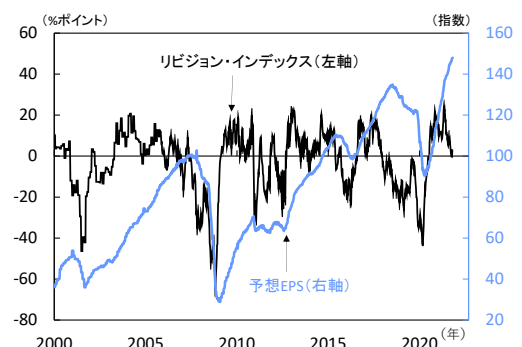
【図2】アナリスト予想の変化は底打ちの兆し



注) 直近値は2022年2月22日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## 日本 TOPIX リビジョン・インデックスと予想EPS



注) 直近値は2022年2月18日時点。リビジョン・インデックスはアナリスト予想の変化を指数化したものであり、前月比で〔上方修正-下方修正〕の構成比。12ヵ月先予想を使用。EPSは1株当たり利益。

## ③ 市場見通し－株式

2022年3月



## 米国

## ウクライナ情勢と米利上げ観測うけ株価軟調

2月のNYダウは▲5.7%（～23日）と下落しました。月初は好決算のハイテク銘柄を中心に買戻しも見られたものの、1月消費者物価は予想を上回る高インフレを記録、米FRB（連邦準備理事会）による金融引き締め観測が株価の上値を抑えました。さらに中旬以降は、ロシアによるウクライナ侵攻への警戒感が高まり、投資家がリスクを取りにくい状況下、不安定な相場展開となりました。

## 3月FOMCを控え、金融政策の不透明性が重石

3月16-17日開催の米FOMC（連邦公開市場委員会）を前に、株価は乱高下が予想されます。3月の利上げ開始は確実とみられる一方、FRBは経済データに基づき機動的な政策運営を実施する姿勢を強調、利上げペースや資産縮小の道筋は不透明です。地政学リスクの後退等から株価反発局面も想定されますが、当面は金融引き締め観測に伴う実質金利上昇が株の重石となりそうです。（三浦）



## 欧州

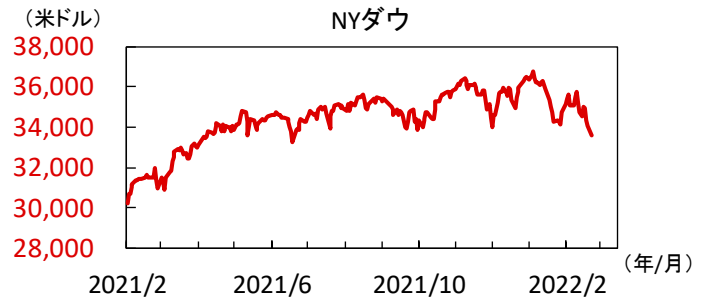
## 金融引き締め・ウクライナ情勢に警戒

2月のストックス・ヨーロッパ600指数は▲3.2%（～23日）と下落基調が継続しました。好調な企業決算や景気回復期待から株式相場は月初に上昇も、ECB(欧州中央銀行)が2月政策理事会にて金融政策正常化への前向き姿勢を強めると、金融引き締めへの警戒からリスク選好の動きは後退。加えて、ウクライナ情勢が月末にかけて、急速に悪化したことも株式相場の下落に拍車をかけました。

## 目先は不安定な推移が継続か

ウクライナ情勢や金融政策を巡る不透明感は強く、株式市場は当面、不安定な推移が見込まれます。しかし、域内の新型コロナ感染状況は落ちつき、主要各国政府は感染抑制策の緩和を開始。供給制約問題にも漸く改善の兆しは窺え、投資家のユーロ圏景気への先行き見通しは明るさを保っています。ECBは漸進的な金融正常化姿勢を明言しており、ウクライナ情勢や金融政策の不透明感が薄ければ、再度上昇基調に回帰しそうです。（吉永）

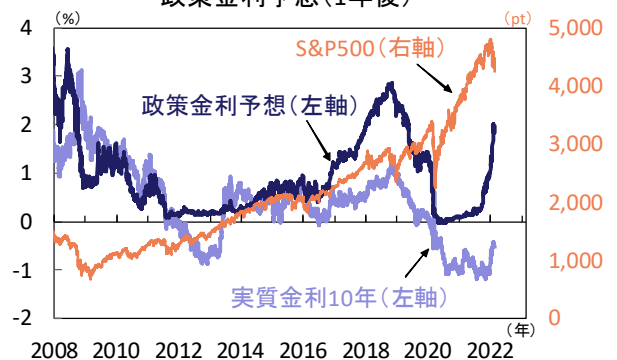
【図3】米利上げ観測加速で実質金利が上昇



注) 直近値は2022年2月23日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

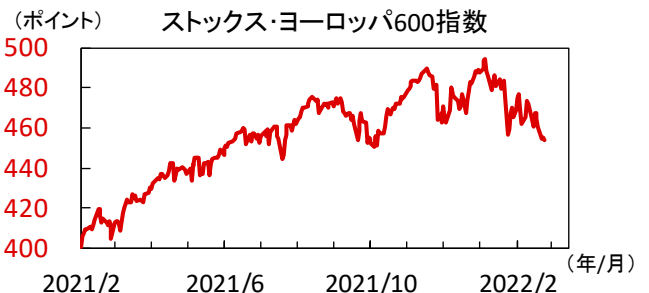
米国 S&amp;P500と実質金利(10年)、政策金利予想(1年後)



注) 直近値は2022年2月23日。政策金利予想は1年後1ヵ月物金利。

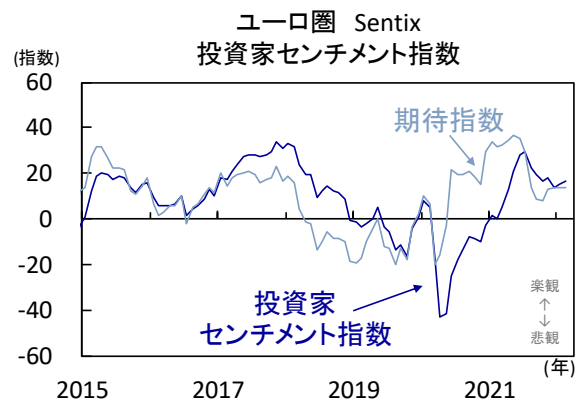
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】投資家センチメントは改善基調を維持



注) 直近値は2022年2月23日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 直近値は2022年2月。

出所) Sentixより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－債券

2022年3月

## 世界

## 2月は金利上昇が目立った欧豪債が軟調

2月の債券市場は先進国を中心に軟調でした（図1上・下）。FRB（米連邦準備理事会）の金融引き締め前倒し観測を背景に米国債が引き続き低調、ECB（欧州中銀）や豪中銀の早期利上げ観測浮上で相対的に金利上昇が目立ったユーロ圏・豪州国債の調整色も強まりました。他方、ロシアによるウクライナへの軍事侵攻懸念というリスク回避的材料も重なり、新興国債券も軟調でした。

## 景気の先行きに一抹の不安を感じ始めた市場

市場では世界的な経済正常化と金融引き締めを背景とした金利じり高基調の持続を見込む向きが大勢です。ただし足元、景気減速の兆候とされる長短国債金利差（長期－短期）縮小が示すように、インフレ長期化とそれに伴う拙速な金融引き締めが景気腰折れを招くリスクにも目を向け始めた印象です。目先は先行き不安への意識が拭えず、長期金利上昇ピッチも鈍りそうです。（瀧澤）

## 日本

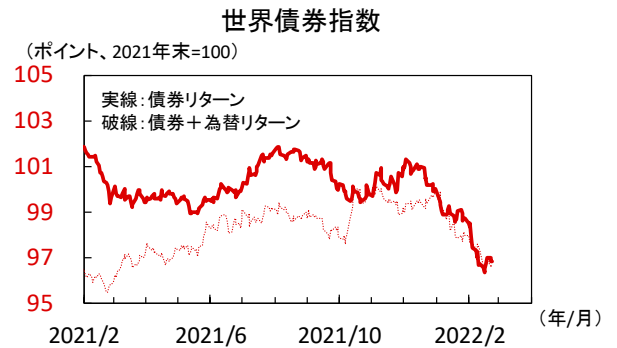
## 国内金利は上昇加速、日銀は指値オペを実施

2月の10年債利回りは0.02%上昇しました（～23日）。欧米等の金融引き締め観測で海外金利上昇が続く中、市場では日銀も金融政策修正に動くとの思惑が浮上。長期金利は0.23%付近まで上昇し、日銀が昨年3月に示した上限0.25%に接近しました。その後14日に日銀が指値オペを実施し金利上昇を牽制したほか、ウクライナ情勢緊迫化に伴う債券への資金逃避もあり上昇は一服しました。

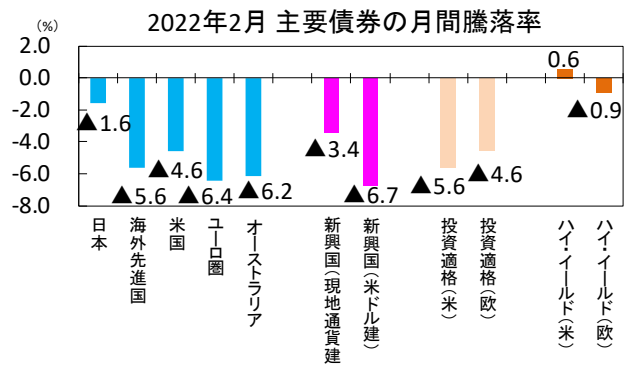
## 当面は金利高止まりが続くと予想

3月に欧米など主要中銀の政策決定会合を控え、金融引き締め観測が強まれば海外金利上昇が続く可能性があります。国内でも4月に携帯通信料値下げの効果剥落で物価上振れが想定されるほか、来年4月の日銀総裁任期満了を見据えて金融政策修正の思惑が燦るとみられ、国内金利は高止まる状況が続くそうです。日銀は2%物価目標に向け金融緩和を粘り強く続けると示すも、物価や為替動向を受けスタンス変化が見られるか注目です。（田村）

【図1】2月は世界的な金利上昇に押された債券市場

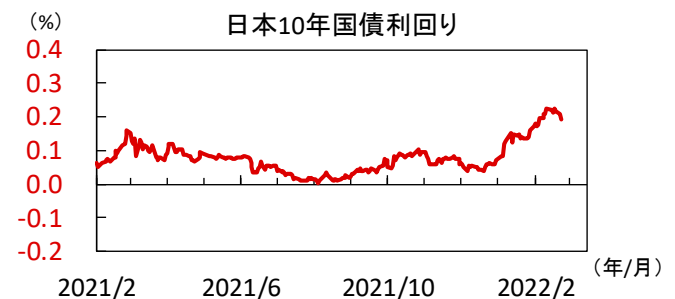


注) FTSE WGBIのトータルリターン・インデックス。  
為替リターンは円。直近値は2022年2月23日時点。  
出所) FTSE、Bloombergより当社経済調査室作成



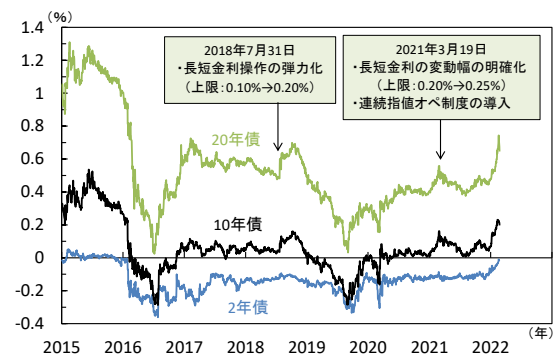
注) 現地通貨ベース。対象インデックスは28頁をご参照。2月23日時点。  
出所) FTSE、ICE、JPモルガンより当社経済調査室作成

【図2】国内金利は幅広い年限で上昇



注) 直近値は2022年2月22日時点。  
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## 日本 国内金利動向



注) 直近値は2022年2月22日時点。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－債券

2022年3月



## 米国

## 米長期金利は一時2%台まで上昇

月初公表の1月米雇用統計や消費者物価が予想を上回る結果を示すなか、米金融当局者から金融引き締め積極的な発言もみられ、米10年債利回りは一時2%台まで上昇しました。その後、16日公表の1月FOMC（連邦公開市場委員会）議事録が想定内の内容だったことで過度な警戒が和らいだのに加え、ウクライナ情勢の緊迫化に伴う安全需要の高まりから長期金利は上げ幅を縮小しました。

## 長期金利は緩やかながら上昇傾向持続か

米FRB（連邦準備理事会）による早期金融引き締めが景気を減退させるとの見方から足元で長短金利差が縮小、一部では逆イールド（長短金利差逆転。景気後退のサインとされる）への警戒も聞かれます。とはいえ、米経済は旺盛な需要と家計・企業の健全な財務状況の下で底堅く推移しており、金融正常化進展や地政学リスク後退に伴い長期金利は上昇基調を辿るとみています。（三浦）



## 欧州

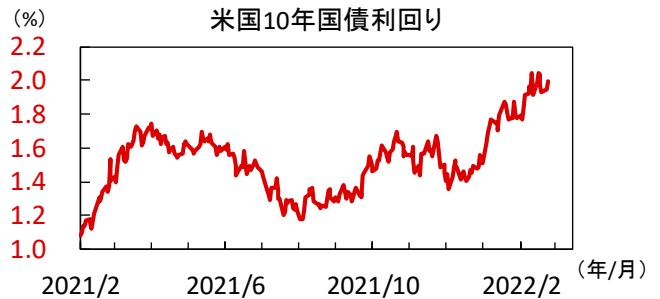
## 急速に強まるECBの早期利上げ観測

欧州主要国金利は軒並み大きく上昇。ユーロ圏の1月消費者物価の伸び率は過去最高を記録しました。ECB(欧州中央銀行)のラガルド総裁は、2月政策会合後の記者会見で、これまで否定してきた年内利上げの可能性を排除せず、早期利上げへの市場観測が急浮上。ドイツ10年国債利回りは一時+0.3%を超過も、月末にかけてウクライナ情勢の緊迫に伴う安全資産需要が上昇を抑制しました。

## ECB3月会合・ウクライナ情勢の行方に注視

ユーロ圏のインフレリスクへの懸念が強まる中、ECBによる早期利上げ観測は熾り、ドイツ10年国債利回りはプラス圏での推移を続けそうです。しかし、市場が既に80%を超える確率で7月利上げを見込む一方、ECBは漸進的な政策正常化を強調し、足元のウクライナ情勢の緊迫による影響をも警戒。市場の過度な引締め観測は後退する可能性もあり、3月政策理事会にて示されるECBの資産買入方針や最新の経済見通しが注目されます。（吉永）

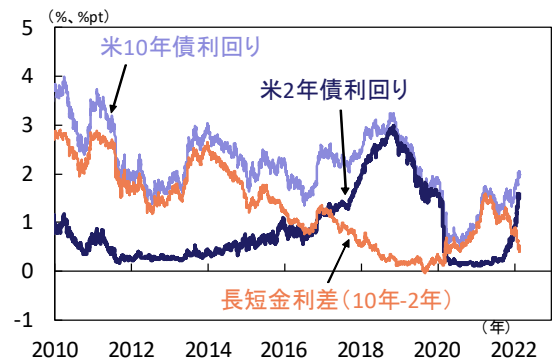
【図3】早期利上げに伴う景気失速懸念で長短金利差縮小



注) 直近値は2022年2月23日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

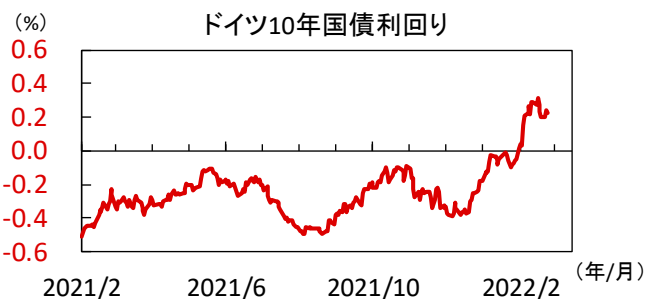
## 米国 10年債利回り、2年債利回り及び金利差



注) 直近値は2022年2月23日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】市場は8割を超える確率でECBの7月利上げを予想



注) 直近値は2022年2月23日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## ECB政策金利の市場予想の確率分布

	↓ 現行						【単位%】
	▲0.5%	▲0.4%	▲0.3%	▲0.2%	▲0.1%	0.0%	
6月会合	68.6	28.3	3.0	0.1	-	-	
7月会合	17.7	58.2	21.8	2.3	0.1	-	
9月会合	0.8	19.5	56.6	20.9	2.2	0.1	
10月会合	-	1.9	21.7	54.5	19.8	2.1	

注) 直近値は2022年2月23日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－為替

2022年3月

## 世界

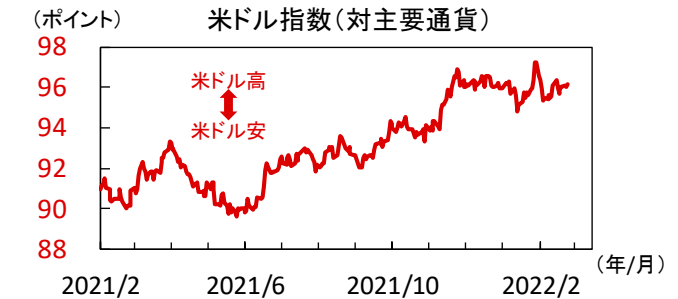
## 2月は多くの通貨に対し米ドル安の流れに

2月の米ドル指数（対主要6通貨）は1月末比▲0.4%（2月23日時点）と軟調でした（図1上・下）。3月FOMC（連邦公開市場委員会）での0.5%利上げ予想後退やリスク回避的相場を反映し、円が底堅さを増しました。英ポンドは英中銀の2月追加利上げ、ユーロや豪ドルはECB（欧州中銀）や豪中銀の年内利上げ観測浮上、ブラジルレアルは同國中銀の利上げ継続観測もあり堅調を保ちました。

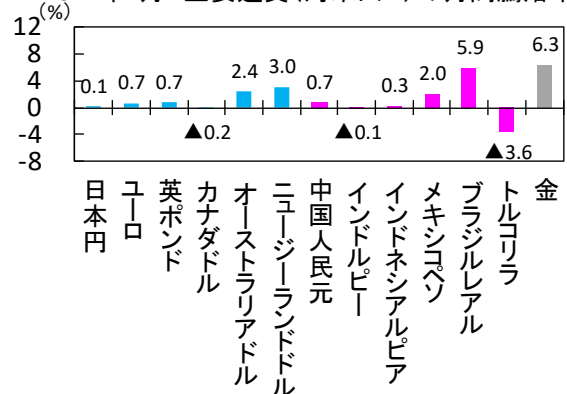
## 為替市場でも見受けられる選別相場の色彩

2月の為替市場は、豪ドル・NZドルやメキシコペソ・ブラジルレアル・南アフリカランドなど資源・新興国通貨優位なリスク選好的な動きと同時に、円・スイスフランが底堅さを見せるリスク回避的な一面も見せました。散発する地政学問題からリスク選好一色となりにくいなか、各国の金利先高観や経済正常化速度（活動制限解除の積極性）を冷徹に吟味した相場が続く見込みです。（瀧澤）

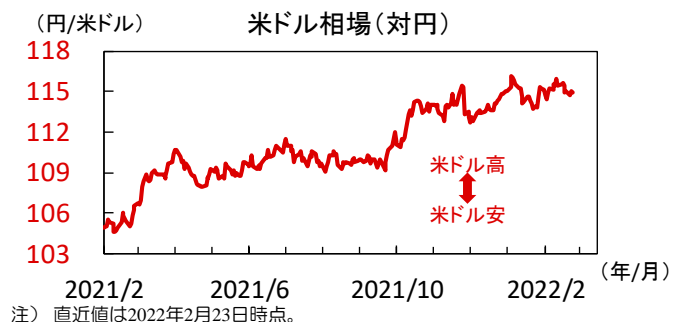
【図1】2月は一部通貨を除き米ドル全面安の展開に



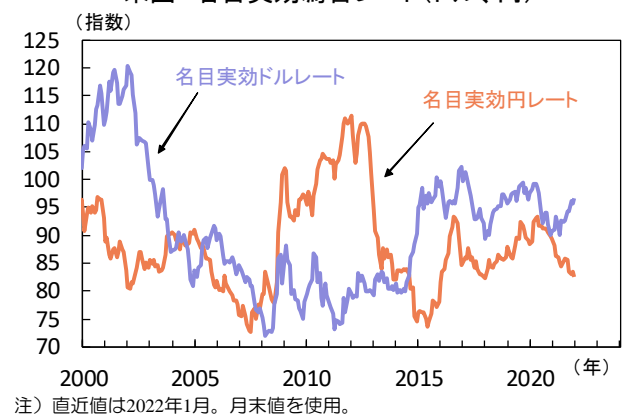
2022年2月 主要通貨(対米ドル)の月間騰落率



【図2】円の購買力は相対的に低下



米国 名目実効為替レート(ドル、円)



## 米ドル

## 米利上げ観測と地政学リスクでドル円横ばい

2月の名目実効ドル（貿易加重の主要為替レート）、ドル円相場は小幅に下落（～23日）。月前半は高インフレの長期化に伴う米金融引き締め観測から日米金利差の拡大を意識した円売り・ドル買いが優勢となり、ドル円は一時116円台に上昇しました。しかし、ウクライナ情勢を巡る米欧とロシアの対立が激しくなるとの懸念が強まると、低リスク通貨としての円を買う動きが優勢でした。

## 当面は方向感が出にくい展開を予想

米国では年内6回超の利上げが市場に織り込まれる一方、日銀は引き続きゼロ金利政策継続の姿勢を堅持、指値オペ実施により長期金利上昇抑制を図る等、引続き円安圧力は根強いです。一方、主要中銀に続き日銀が政策修正に動くとの見方やウクライナ情勢の不透明感はドル円の上値を抑えるとみており当面のドル円相場は一進一退の展開となりそうです。また円の購買力が低下するなか、日銀が円安を許容し続けるのかにも注目です。（三浦）

## ③ 市場見通し－為替

2022年3月

## ユーロ

## 早期利上げ観測・ウクライナ情勢が相場を翻弄

2月のユーロ・ドルの月間騰落率(～23日)は+0.57%と小幅上昇。月初、域内景気の底堅い回復や、ECB(欧州中央銀行)が2月政策理事会後に、これまで否定してきた年内利上げの可能性を排除しなかったことから、ユーロ相場は大きく反発。しかし、ウクライナ情勢の緊張の高まりを背景に、月末にかけて地政学リスクを懸念したリスク回避の動きが強まり、再度ユーロ安基調に転じました。

## 目先は反発力に欠ける展開が継続か

ロシアによるウクライナへの全面侵攻が強く懸念される中、地政学リスクへの警戒は引続きユーロ相場を抑制する見込みです。域内でインフレ率が高止まりし、景気回復期待は強まっており、ECBは金融政策正常化を進めるとみられるものの、市場の強い早期利上げ観測と比して、正常化ペースは緩やかに留まる可能性も高く、ユーロ相場の反発力は当面限られそうです。(吉永)

## オーストラリア(豪)ドル

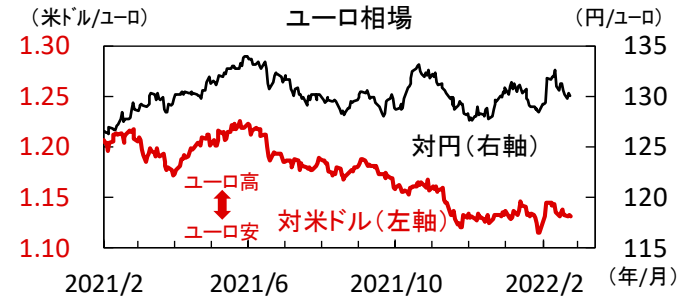
## 利上げ観測は根強く豪ドルは堅調

2月(～23日)の豪ドルは対円で+2.2%、対米ドルで+2.4%となりました。1日金融政策決定会合での利上げに慎重なフォワードガイダンスを受け豪ドルは一時的に軟化するも、金融政策報告での物価予想引上げを受け年内1%ポイント強利上げとの市場見通しは継続、豪ドルは上向きしました。コロナ感染再拡大下で1月豪雇用者数が予想外に増加するなか、豪ドルは堅調地合いとなりました。

## リスク志向が改善すれば逆風は弱まろう

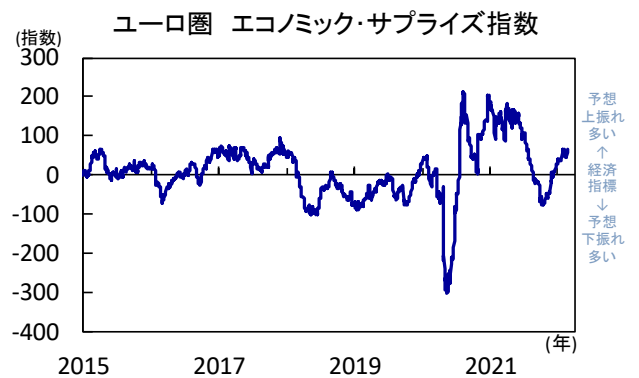
金融市場は豪中銀のタカ派転換を見込んでいたため、2月金融政策決定会合でのハト派姿勢を受け豪ドルは軟化しました。足下の豪ドル安の主因は世界的なリスク回避姿勢であり、インフレ圧力の高まりを受け既に利上げに動く中銀もある中、豪中銀の慎重な姿勢が不安視されている可能性もあります。ただし、市場のリスク志向が改善すれば豪ドルへの逆風は弱まるとみられ、資源価格高や利上げ期待が相場を下支えする見通しです。(向吉)

【図3】強まるユーロ景気の回復基調



注) 直近値は2022年2月23日時点。

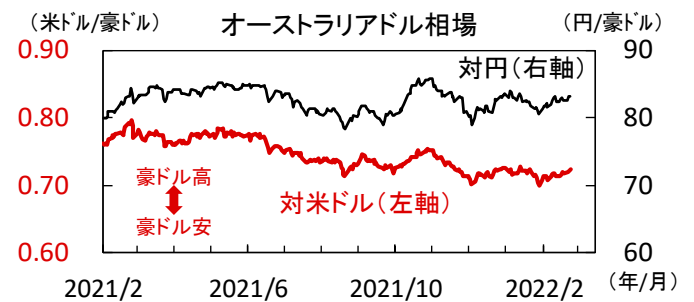
出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 直近値は2022年2月23日。

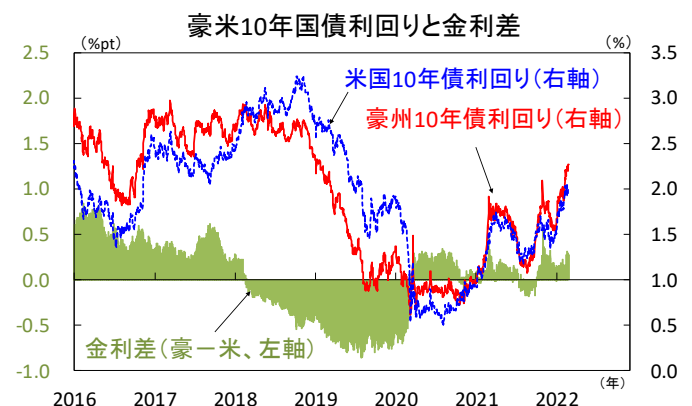
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

【図4】豪金利の上昇が豪ドルを下支えへ



注) 直近値は2022年2月23日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 直近値は2022年2月23日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－為替

2022年3月


 ニュージーランド(NZ)ドル

## NZ中銀は2月政策決定会合で追加利上げ

2月(～23日)のNZドルは対円で+2.9%、対米ドルで+3.0%となりました。前半は世界的な金利上昇、株安などリスクセンチメントの悪化が、リスク資産との連動性の高いNZドルの重石となりました。NZ中銀は23日の金融政策決定会合で3会合連続の利上げ(0.75%→1.0%)と債券保有の段階的縮小開始を決定、今後1年の大幅な利上げの必要性を示唆したためNZドルは上昇しました。

## NZ中銀は利上げを継続しNZドルは堅調へ

労働需給の逼迫に伴う賃金・サービス価格の上昇を考慮すれば、インフレ高進リスクは高くNZ中銀は今後も利上げを継続する見込みです。住宅市場の過熱が沈静化したとはいえ、金融引き締め姿勢は維持されるでしょう。NZドルは米金利正常化に伴う米ドル高の影響を受け上値の重い展開となっていますが、NZ中銀が他先進国中銀に比べても金融引き締め積極的にあることから、NZドルは再び堅調さを取り戻す見込みです。(向吉)


 インドルピー

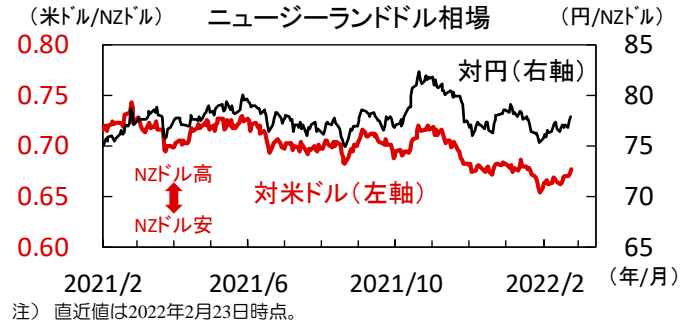
## 国債増発や主要債券指数組入れの遅延に失望

ルピーは2月初から23日までに対米ドルで▲0.1%と軟調。2月初より22日までに株式市場から26億ドル、債券市場から4億ドルの資本が流出。2月初公表の来年度予算案が失望を誘いました。来年度の財政赤字のGDP比は6.4%(今年度6.9%)と圧縮されたものの、国債発行による市場調達額は11.2兆ルピー(同7.8兆ルピー)と急増し国債の需給悪化懸念が浮上。調達方法の見直しによります。

## ルピーは当面もみ合いつつ横ばい推移か

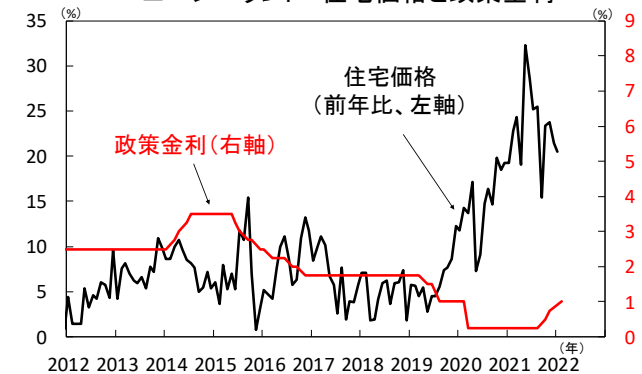
ルピー建て国債の主要債券指数への組入れについても進展なし。市場が期待した国債のキャピタルゲイン課税の免除はなく、国際決済機関での決済開始は遅延。国債投資資本流入加速の思惑は実現しませんでした。足元では原油価格の上昇から燃料輸入額が拡大し、コロナ感染の収束とともに結婚式が増加し金の輸入も拡大。大型IPOに伴う資本流入という追い風はあれど、ルピーはもみ合いつつ横ばいで推移すると予想されます。(入村)

## 【図5】利上げ効果もあり住宅価格高騰に歯止め



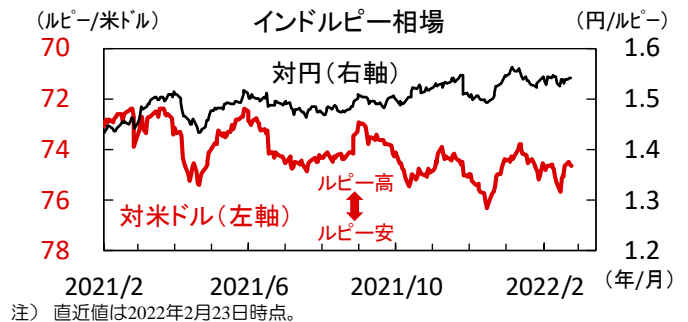
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## ニュージーランド 住宅価格と政策金利



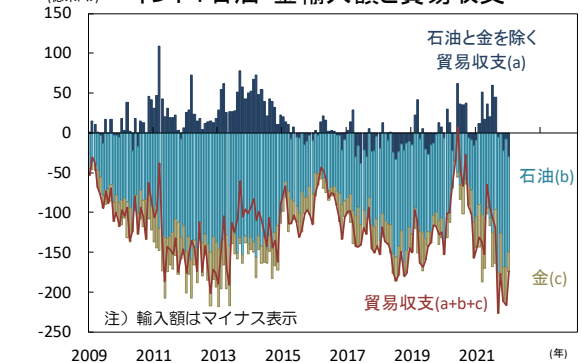
出所) NZ不動産協会、NZ中銀より当社経済調査室作成

## 【図6】2月のルピーは対米ドルで▲0.1%と軟調



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## インド: 石油・金輸入額と貿易収支



注) 直近値は2022年1月。

出所) インド商工省、CEICより当社経済調査室作成



## ③ 市場見通し－為替

2022年3月

## メキシコペソ

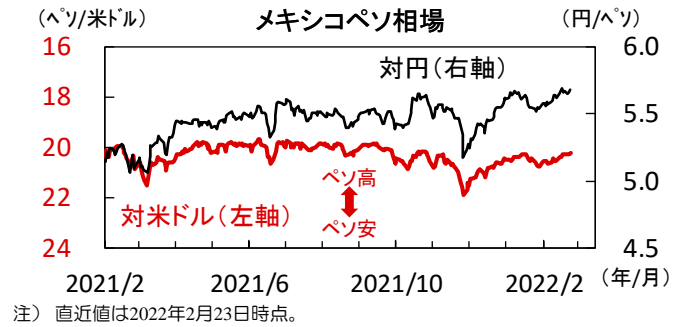
## ■ 堅実な金融政策運営でペソは堅調に推移

ペソは2月初より23日にかけて対米ドルで+1.5%上昇。地政学リスクの高まるロシアルーブルや、高インフレ下でも金利を低位に保つトルコリラに比べ堅調でした。2月の金融政策会合で政策金利を50bp引き上げ昨年6月から累計2%の利上げとなりました。一部の市場参加者が懸念していた中銀総裁の交代によるハト派化の兆しもなく、前回会合と同様タカ派姿勢が続いています。

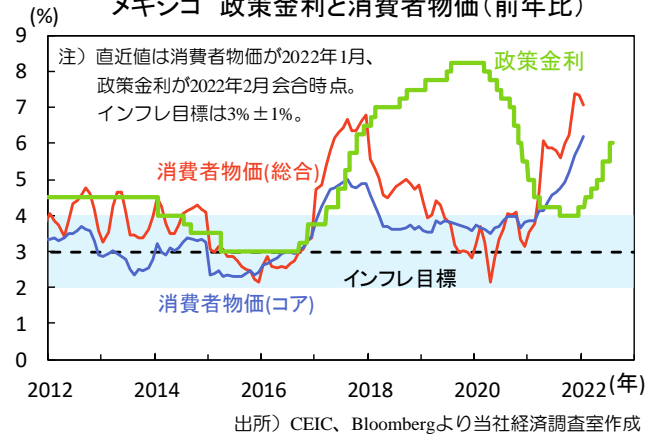
## ■ 物価は高止まりタカ派姿勢継続の見通し

1月の消費者物価は総合が前年比+7.1%(前月+7.4%)と低下、エネルギー価格の上昇が一服した影響です。一方、コアが同+6.2%(同+5.9%)と加速するなど、物価上昇圧力は沈静化していません(図7下)。3月に予想されるFRBの利上げや高止まるインフレに対応し、次回会合でも同程度の利上げが想定されペソは当面底堅いと思われませんが、同国の政治的リスクや米FRBの更なるタカ派化等による資金流出には引き続き警戒が必要です。(松本)

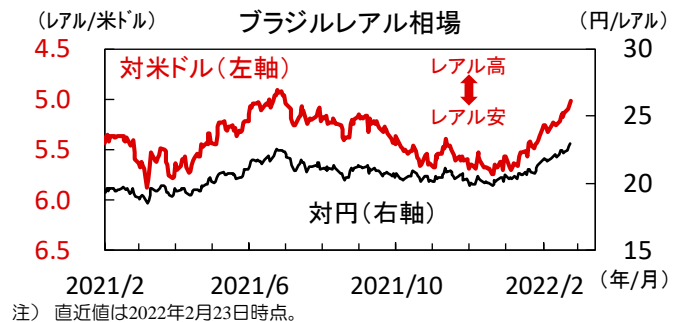
【図7】2月にペソは対米ドルで+1.5%と堅調



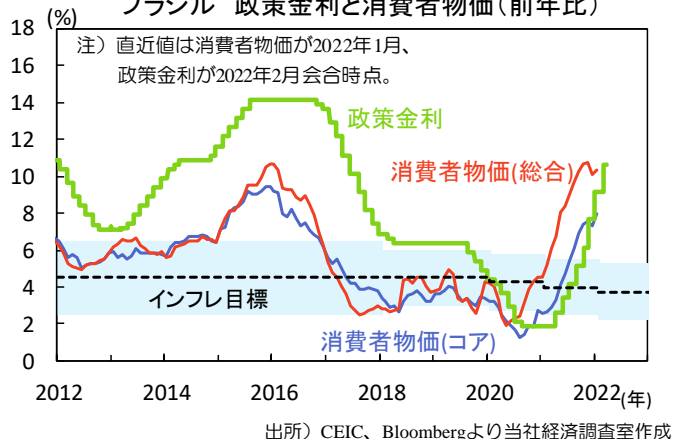
メキシコ 政策金利と消費者物価(前年比)



【図8】2月にレアルは対米ドルで+5.2%と堅調



ブラジル 政策金利と消費者物価(前年比)



## ブラジルレアル

## ■ 堅調な地合いが続き昨年7月以来の高水準

レアルは2月初より23日にかけて対米ドルで+5.2%上昇し、昨年7月以来の高値を更新。主要輸出品目の鉄鉱石や原油といったコモディティ価格の上昇に伴う貿易収支の改善や、株式市場への資本流入の加速が相場を押し上げました。米国の金融引き締めに伴う新興国からの資本流出への懸念が残るものの、現在のところ相対的な高金利にも助けられ、こうした動きは顕在化していません。

## ■ 景気減速や政治不安が今後の相場の重しに

1月の消費者物価は総合が前年比+10.4%(前月+10.1%)とコアが同+8.0%(同+7.3%)と反発しました(図8下)。中央銀行は2月の金融政策決定会合で政策金利を150bp引き上げて10.75%としており、実質政策金利はプラスに転じています。一方、2022年の経済成長率はほぼ横ばいと景気は停滞する見通しです。また、今後は今年10月の大統領選挙が近づくとつれて政治的不透明感が意識され、レアル相場の変動は徐々に大きくなるとみられます。(松本)

## ③ 市場見通しーリート

2022年3月

## 日本

## 日銀は約1年ぶりにリート買い入れを実施

2月の東証REIT指数は前月末比4.0%下落しました（～23日）。リートは月初から売りに押され、国内金利上昇に伴う金利とリート配当の利回り差縮小に加え、投資法人の公募増資による短期的な需給悪化等が嫌気されました。14日には前場中のリート2%超下落を受け、日銀は昨年3月以来のリート買い入れを実施。その後もウクライナ情勢緊迫化でリスクオフとなり、軟調に推移しました。

## 決算前の需給要因もリートの重石に

米国等の金融引き締め観測やウクライナ情勢緊迫化等の市場リスクを警戒し、リートも上値の重い展開が続きます。例年前半は決算に向け金融機関中心に買い入れを手控える傾向にあり、年始以降の不安定な金融市場を受け一層強めた可能性もありそうです。他方、国内では新型コロナ新規感染者数にピークアウト感が見られ、コロナ感染動向は依然不透明ですが、行動制限緩和等に伴う経済環境改善は支援材料になりそうです。（田村）

## 米国

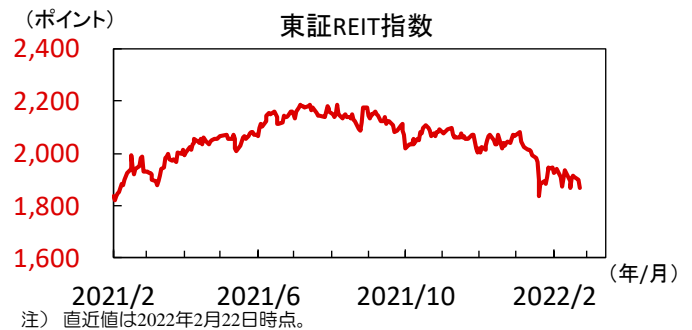
## 長期金利上昇とウクライナ情勢でリート下落

2月のS&P米国リート指数は▲5.5%と下落しました（～23日時点）。月初は好調な業績が好感され多数のセクターに買いが入ったものの、高インフレや米FRB（連邦準備理事会）高官の金融引き締めに関する積極的な発言をうけ債券利回りが上昇したことでリートは下落しました。その後はウクライナ情勢を巡り一進一退の展開となりましたが、情勢が緊迫化するにつれ下落幅が拡大しました。

## 米利上げ開始は重石も、高配当は引続き魅力

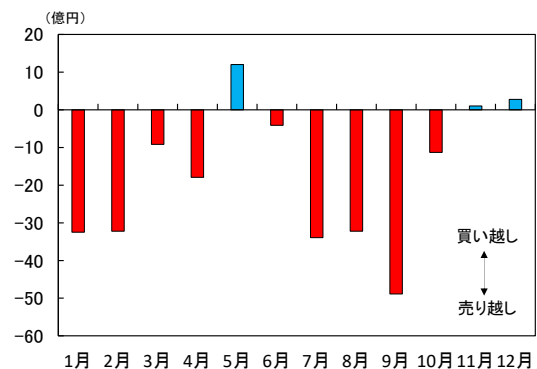
3月の米国リートも上値の重い展開が続くとみえます。米国では2018年以来の利上げ実施が見込まれており、長期金利の上昇が嫌気されそうです。加えてウクライナ情勢の不透明感が残存しており、引続きリスク資産の重石になるでしょう。一方、新型コロナ感染者数の減少で行動制限緩和が進展しており、ホテルなど経済活動再開による復調が期待されるセクターでは、配当利回りの相対的な高さが意識される場面も想定されます。（三浦）

## 【図1】東証リート指数は再び1,900ポイント割れ



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## 日本 J-REIT 月別売買動向(2017年以降)



注) 直近値は2022年1月時点、総額の「買い」－「売り」。2017年以降を対象に、月別に平均値を算出。

出所) Bloomberg、東京証券取引所より三菱UFJ国際投信作成

【図2】米長期金利上昇も、  
リート配当利回りは依然相対的に高い

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

米国 REIT配当利回りとS&P500配当利回り、  
米国10年債利回り

注) 直近値は2022年2月23日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－原油

2022年3月



## 原油

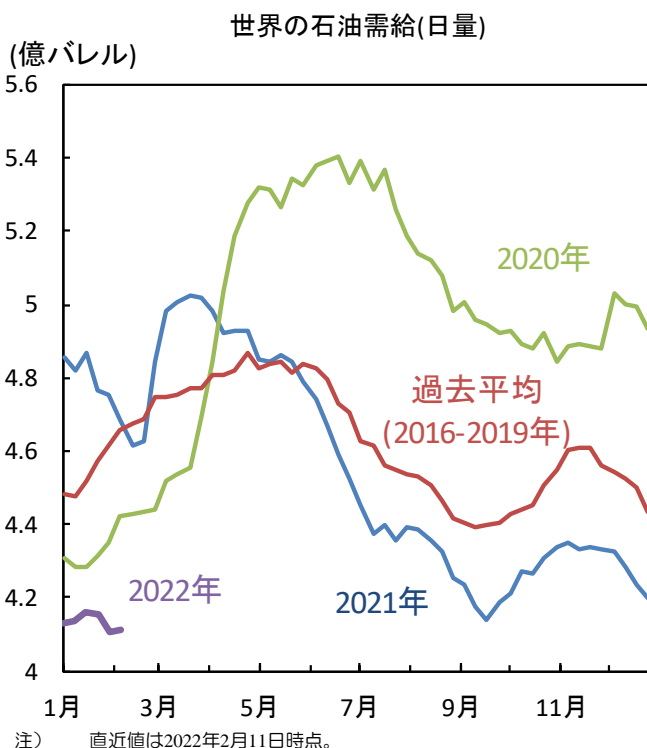
## ウクライナ情勢が緊迫化し原油価格が高騰

2月の原油価格(WTI先物)は先月に引き続き高値で推移し、一時95ドル台と7年ぶりの高値を付けました。ウクライナ情勢は緊迫感を高めており、ドイツのシュルツ首相がドイツとロシアを結ぶ天然ガスパイプラインの承認停止を表明、バイデン大統領がロシアに対して大規模な経済・金融制裁を行うと発表するなど、欧米は対ロシア制裁を強めています。経済制裁により原油や天然ガスなどロシアのエネルギー供給が滞ることが懸念されました。

## OPECプラスの生産余力は限られている

OPECプラスは減産幅縮小ペースを3月も維持すると決定しましたが、国際エネルギー機関(IEA)の推定によれば増産が遅れている国もあります。米国の原油在庫は依然低水準にあり(図2)、シェールオイル生産は緩やかに回復するも過去の水準に達しておらず(図3)、原油価格を抑えたい米政権のイラン核合意復活に向けた協議ではイラン産原油の禁輸解除の動きもみられます。今後も地政学リスクによる需給動向に注目が集まります。(松本)

## 【図2】米国の原油在庫は引き続き低水準



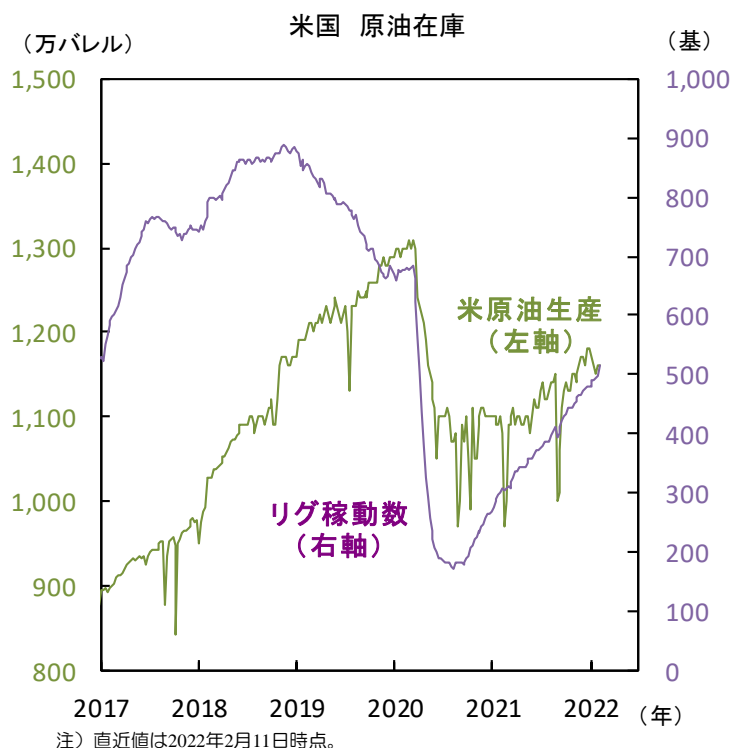
出所) 米EIA、Bloombergより当社経済調査室作成

## 【図1】原油先物価格は一時1バレル95ドルに到達



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## 【図3】米国原油生産はコロナ危機前の水準を下回る



出所) 米EIA、Bloombergより当社経済調査室作成

## ④ 市場データ一覧

2022年3月

注) 直近値は2022年2月23日時点

株式 (単位:ポイント)		直近値	1月末	騰落率%	為替(対円) (単位:円)		直近値	1月末	騰落率%
日本	日経平均株価(円)	26,449.61	27,001.98	▲ 2.05	米ドル	114.97	115.10	▲ 0.11	
	TOPIX	1,881.08	1,895.93	▲ 0.78	ユーロ	130.02	129.29	0.56	
米国	NYダウ(米ドル)	33,131.76	35,131.86	▲ 5.69	英ポンド	155.69	154.75	0.61	
	S&P500	4,225.50	4,515.55	▲ 6.42	カナダドル	90.28	90.57	▲ 0.32	
	ナスダック総合指数	13,037.49	14,239.88	▲ 8.44	オーストラリアドル	83.16	81.31	2.28	
欧州	ストックス・ヨーロッパ600	453.86	468.88	▲ 3.20	ニュージーランドドル	77.86	75.67	2.89	
ドイツ	DAX®指数	14,631.36	15,471.20	▲ 5.43	中国人民元	18.201	18.093	0.60	
英国	FTSE100指数	7,498.18	7,464.37	0.45	インドルピー	1.5401	1.5433	▲ 0.21	
オーストラリア	S&P/ASX200指数	7,205.70	6,971.60	3.36	インドネシアルピア(100ルピア)	0.8017	0.8002	0.19	
香港	ハンセン指数	23,660.28	23,802.26	▲ 0.60	タイバーツ	3.5616	3.4627	2.86	
中国	上海総合指数	3,489.15	3,361.44	3.80	マレーシアリンギ	27.459	27.490	▲ 0.11	
インド	S&P BSE SENSEX指数	57,232.06	58,014.17	▲ 1.35	ブラジルレアル	22.945	21.696	5.76	
ブラジル	ボベスパ指数	112,007.61	112,143.51	▲ 0.12	メキシコペソ	5.677	5.576	1.82	
先進国	MSCI WORLD	2,909.33	3,059.05	▲ 4.89	南アフリカランド	7.603	7.471	1.76	
新興国	MSCI EM	1,206.86	1,208.23	▲ 0.11	トルコリラ	8.31	8.63	▲ 3.76	
新興アジア	MSCI EM ASIA	642.01	642.76	▲ 0.12	ロシアルーブル	1.4166	1.4871	▲ 4.74	

国債利回り (単位:%)		直近値	1月末	騰落幅%	政策金利 (単位:%)		直近値	1月末	騰落幅%
日本	10年物	0.194	0.174	0.020	米国	FF目標金利	0.25	0.25	0.00
米国	10年物	1.998	1.784	0.214	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	0.225	0.014	0.211	英国	バンクレート	0.50	0.25	0.25
英国	10年物	1.476	1.309	0.167	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	1.974	1.770	0.204	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	2.253	1.912	0.341	ニュージーランド	キャッシュレート	1.00	0.75	0.25
ニュージーランド	10年物	2.805	2.598	0.207	中国	1年物優遇貸付金利	3.70	3.70	0.00
インド	10年物	6.739	6.684	0.055	インド	レポレート	4.00	4.00	0.00
インドネシア	10年物	6.501	6.449	0.052	インドネシア	7日物リハース・レホ®金利	3.50	3.50	0.00
ブラジル	10年物	11.170	11.080	0.090	ブラジル	SELIC金利誘導目標	10.75	9.25	1.50
メキシコ	10年物	7.870	7.664	0.206	メキシコ	オーバーナイト・レート	6.00	5.50	0.50
南アフリカ	10年物	9.260	9.400	▲ 0.140	南アフリカ	レポレート	4.00	4.00	0.00
トルコ	10年物	21.460	22.490	▲ 1.030	トルコ	1週間物レポ金利	14.00	14.00	0.00
ロシア	10年物	10.850	9.440	1.410	ロシア	1週間物入札レポ®金利	9.50	8.50	1.00

リート (単位:ポイント)		直近値	1月末	騰落率%	商品 (単位:ポイント)		直近値	1月末	騰落率%
日本	東証リート指数	1,869.78	1,946.81	▲ 3.96	原油	WTI先物(米ドル)	92.10	88.15	4.48
米国	S&P米国REIT指数	1,723.78	1,824.04	▲ 5.50	金	COMEX先物(米ドル)	1,909.40	1,796.00	6.31
欧州	S&P欧州REIT指数	906.11	945.18	▲ 4.13	工業用金属	ブルームバーグ®商品指数	187.69	177.99	5.45
オーストラリア	S&P豪州REIT指数	1,023.21	1,016.28	0.68	穀物	ブルームバーグ®商品指数	49.57	44.28	11.94

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

2022年3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：2022年2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	▲ 3.1	▲ 8.4	▲ 1.2				▲ 3.1	▲ 8.4	▲ 1.2	▲ 6.3
		海外先進国	▲ 3.6	▲ 8.8	9.2	▲ 3.7	▲ 8.7	7.6	▲ 2.5	▲ 8.8	16.9	▲ 10.1
		米国	▲ 3.9	▲ 10.6	8.1	▲ 3.9	▲ 10.6	8.1	▲ 2.7	▲ 10.8	17.4	▲ 11.9
		ユーロ圏	▲ 5.4	▲ 7.0	10.0	▲ 5.6	▲ 6.5	2.4	▲ 4.5	▲ 6.6	11.7	▲ 8.0
		新興国	▲ 3.1	▲ 4.0	▲ 10.1	▲ 2.9	▲ 3.4	▲ 11.6	▲ 1.8	▲ 3.6	▲ 2.3	▲ 2.0
	業種別	IT(情報技術)	▲ 5.5	▲ 15.2	5.6	▲ 5.6	▲ 15.2	4.6	▲ 4.5	▲ 15.3	13.8	▲ 17.0
		エネルギー	5.7	15.4	35.6	5.5	15.7	32.9	6.6	15.6	42.2	17.4
		素材	▲ 1.4	▲ 1.6	6.4	▲ 1.6	▲ 1.2	2.8	▲ 0.4	▲ 1.3	12.1	▲ 4.0
		ヘルスケア	▲ 2.2	▲ 5.8	8.2	▲ 2.3	▲ 5.6	6.4	▲ 1.2	▲ 5.7	15.7	▲ 10.2
		金融	▲ 0.4	▲ 2.1	15.5	▲ 0.7	▲ 2.0	12.8	0.5	▲ 2.1	22.1	▲ 0.8
リート	先進国				▲ 3.8	▲ 6.3	13.1	▲ 2.6	▲ 6.4	22.4	▲ 10.6	
	日本	▲ 0.3	▲ 8.3	▲ 0.6				▲ 0.3	▲ 8.3	▲ 0.6	▲ 9.3	
	米国	▲ 4.7	▲ 7.2	17.9	▲ 4.7	▲ 7.2	17.9	▲ 3.5	▲ 7.3	27.1	▲ 12.1	
	新興国				1.4	7.2	10.4	2.6	7.1	19.7	2.3	
国債	円ヘッジなし	日本	▲ 1.3	▲ 1.8	▲ 1.0				▲ 1.3	▲ 1.8	▲ 1.0	▲ 1.7
		海外先進国	▲ 2.4	▲ 3.3	▲ 3.8	▲ 2.5	▲ 3.0	▲ 7.2	▲ 1.4	▲ 3.1	2.1	▲ 3.7
		米国	▲ 1.9	▲ 2.5	▲ 3.0	▲ 1.9	▲ 2.5	▲ 3.0	▲ 0.7	▲ 2.6	6.3	▲ 3.4
		ユーロ圏	▲ 3.1	▲ 4.3	▲ 5.0	▲ 3.3	▲ 3.8	▲ 11.5	▲ 2.2	▲ 3.9	▲ 2.2	▲ 4.0
		オーストラリア	▲ 2.4	▲ 2.5	▲ 3.9							
		新興国(現地通貨)				0.4	2.9	▲ 6.1	1.6	2.7	3.2	1.0
	新興国(米ドル)				▲ 3.6	▲ 5.1	▲ 5.2	▲ 2.4	▲ 5.3	4.1	▲ 6.1	
	円ヘッジあり	海外先進国							▲ 2.3	▲ 3.1	▲ 3.5	▲ 3.2
新興国(米ドル)								▲ 3.6	▲ 5.2	▲ 5.6	▲ 6.1	
物価連動国債	先進国				▲ 1.0	▲ 2.6	2.6	0.2	▲ 2.7	11.8	▲ 3.3	
	新興国				3.5	8.2	1.0	4.7	8.1	10.3	5.1	
社債	投資適格	先進国				▲ 3.5	▲ 4.3	▲ 6.0	▲ 2.4	▲ 4.4	3.2	▲ 5.3
		日本	▲ 0.3	▲ 0.4	0.5				▲ 0.3	▲ 0.4	0.5	▲ 0.4
		米国	▲ 3.7	▲ 5.0	▲ 4.1	▲ 3.7	▲ 5.0	▲ 4.1	▲ 2.5	▲ 5.1	5.2	▲ 6.0
		欧州	▲ 3.2	▲ 4.0	▲ 4.2	▲ 3.4	▲ 3.5	▲ 10.8	▲ 2.4	▲ 3.6	▲ 2.5	▲ 4.4
		新興国(米ドル)				▲ 2.4	▲ 3.4	▲ 3.6	▲ 1.3	▲ 3.5	5.7	▲ 3.9
	ハイ・イールド	先進国				▲ 2.9	▲ 3.4	▲ 3.9	▲ 1.7	▲ 3.5	5.4	▲ 4.3
		米国	▲ 2.7	▲ 2.9	▲ 0.2	▲ 2.7	▲ 2.9	▲ 0.2	▲ 1.5	▲ 3.0	9.0	▲ 4.3
		欧州	▲ 3.4	▲ 3.6	▲ 1.9	▲ 3.6	▲ 3.1	▲ 8.6	▲ 2.6	▲ 3.3	▲ 0.2	▲ 4.5
新興国(米ドル)				▲ 2.4	▲ 4.6	▲ 6.5	▲ 1.2	▲ 4.7	2.8	▲ 4.1		
転換社債	先進国				▲ 2.6	▲ 9.2	▲ 10.8	▲ 1.4	▲ 9.4	▲ 1.5	▲ 7.8	
	新興国				▲ 0.1	1.9	▲ 2.4	1.0	1.7	6.9	▲ 3.0	
商品	総合				8.6	10.8	32.1	9.7	10.7	41.4	15.3	
	金				4.2	6.8	5.1	5.4	6.7	14.3	4.3	
	原油				10.0	20.1	58.9	11.1	19.9	68.2	25.0	
他	MLP				4.3	8.6	34.3	5.5	8.5	43.6	11.3	
	バンクローン				▲ 0.7	0.3	3.3	0.4	0.2	12.6	▲ 0.1	

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の間合算に基づく。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・バークレイズ世界物価連動国債インデックス、新興国: ブルームバーグ・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

2022年3月

## ● 2022年3月の主要経済指標と政治スケジュール

月	火	水	木	金
<b>28</b> (日) 1月 鉱工業生産(速報) (日) 1月 小売売上高 (米) 1月 卸売在庫(速報) (米) 2月 シカゴ購買部協会 景気指数 (印) 10-12月期 実質GDP	<b>3/1</b> (日) 2月 新車販売台数 (米) 2月 ISM製造業景気指数 (米) 1月 建設支出 (豪) 金融政策決定会合 (中) 2月 製造業PMI(政府) (中) 2月 非製造業PMI(政府) (中) 2月 製造業PMI(財新)	<b>2</b> (日) 2月 マネタリーベース (日) 10-12月期 法人企業統計調査 (米) 2月 ADP雇用統計 (欧) 2月 消費者物価 (独) 2月 失業者数 (豪) 10-12月期 実質GDP (加) 金融政策決定会合	<b>3</b> (日) 2月 消費者態度指数 (米) 1月 製造業受注(確報) (米) 2月 ISMサービス業景気指数 (欧) 1月 失業率 (豪) 1月 住宅建設許可件数 (豪) 1月 貿易統計	<b>4</b> (日) 1月 労働関連統計 (米) 2月 労働省雇用統計 (独) 1月 貿易統計 (仏) 1月 鉱工業生産 (英) 2月 新車登録台数 (伯) 10-12月期 実質GDP
<b>7</b> (欧) 3月 S&P投資家信頼感指数 (独) 1月 製造業受注 (中) 2月 貿易統計	<b>8</b> (日) 1月 毎月勤労統計 (日) 1月 経常収支 (日) 2月 銀行・信金貸出動向 (日) 2月 倒産件数 (日) 1月 景気先行指数 (日) 2月 景気ウォッチャー (米) 2月 NFIB中小企業楽観指数 (米) 1月 貿易収支 (米) 1月 卸売在庫(確報)	<b>9</b> (日) 2月 マネーストック (日) 10-12月期 実質GDP(2次速報) (日) 2月 工作機械受注 (伊) 1月 鉱工業生産 (豪) 3月 消費者信頼感指数 (中) 2月 生産者物価 (中) 2月 消費者物価 (伯) 1月 鉱工業生産	<b>10</b> (日) 2月 国内企業物価 (米) 2月 消費者物価 (米) 2月 月次財政収支 (欧) 欧州中央銀行(ECB)理事会 (欧) ラガルドECB総裁記者会見 (英) 2月 RICS住宅価格 (伯) 1月 小売売上高	<b>11</b> (日) 1月 家計調査 (米) 3月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(速報) (英) 1月 鉱工業生産 (印) 1月 鉱工業生産 (伯) 2月 消費者物価(IPCA)
<b>14</b> (欧) 1月 鉱工業生産 (欧) ユーロ圏財務相会合 EU財務相会合(～15日) (中) 2月 小売売上高 (中) 2月 鉱工業生産 (中) 2月 都市部固定資産投資 (伯) 金融政策委員会 (COPOM、～16日)	<b>15</b> (米) 3月 ニューヨーク連銀 製造業景気指数 (米) 2月 生産者物価 (米) 連邦公開市場委員会 (FOMC、～16日) (欧) 3月 ZEW景況感指数 (独) 3月 ZEW景況感指数 (英) 1月 失業率(ILO基準)	<b>16</b> (日) 2月 貿易統計 (米) 2月 小売売上高 (米) 2月 輸出入物価 (米) 3月 NAHB住宅市場指数 (米) パウエルFRB議長記者会見 (豪) 2月 景気先行指数	<b>17</b> (日) 1月 機械受注 (日) 日銀金融政策 決定会合(～18日) (米) 2月 住宅着工・許可件数 (米) 2月 鉱工業生産 (英) 金融政策委員会(MPC) (豪) 2月 雇用統計	<b>18</b> (日) 2月 消費者物価(全国) (日) 1月 第3次産業活動指数 (日) 黒田日銀総裁定例記者会見 (米) 2月 中古住宅販売件数 (米) 2月 景気先行指数
<b>21</b>	<b>22</b>	<b>23</b> (米) 2月 新築住宅販売件数 (英) 2月 消費者物価 (英) 2月 生産者物価 (欧) 3月 消費者信頼感指数	<b>24</b> (日) 3月 製造業PMI (日) 3月 サービス業PMI (米) 2月 耐久財受注 (米) 2月 製造業受注(速報) (米) 3月 製造業PMI(速報) (米) 3月 サービス業PMI(速報) (欧) 3月 製造業PMI(速報) (欧) 3月 サービス業PMI(速報) (欧) EU首脳会議(～25日)	<b>25</b> (日) 2月 企業向けサービス価格 (米) 3月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(確報) (米) 2月 中古住宅販売 仮契約指数 (欧) 2月 マネーサプライ(M3) (独) 3月 ifo景況感指数 (英) 3月 GfK消費者信頼感指数 (英) 2月 小売売上高
<b>28</b> (米) 2月 卸売在庫(速報)	<b>29</b> (日) 2月 労働関連統計 (米) 1月 S&P700/シカゴ ケース・シーラー住宅価格指数 (米) 3月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード) (独) 4月 GfK消費者信頼感指数 (豪) 2月 小売売上高	<b>30</b> (日) 2月 小売売上高 (米) 3月 ADP雇用統計 (米) 10-12月期 実質GDP(確報) (欧) 3月 ユーロ圏景況感指数	<b>31</b> (日) 2月 鉱工業生産(速報) (米) 2月 個人所得・消費 (米) 3月 シカゴ購買部協会 景気指数 (欧) 2月 失業率 (独) 3月 失業者数 (英) 10-12月期 実質GDP(確報) (豪) 2月 住宅建設許可件数 (中) 3月 製造業PMI(政府) (中) 3月 非製造業PMI(政府)	<b>4/1</b> (日) 日銀短観(3月調査) (日) 3月 新車販売台数 (日) 3月 労働省雇用統計 (米) 2月 建設支出 (米) 3月 ISM製造業景気指数 (欧) 3月 消費者物価 (中) 3月 製造業PMI(財新)

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頂きたい事項」  
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：2022年2月24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・完全性等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の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 © 2022 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 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UFJ国際投信の関係会社ではなく、ブルームバーグおよびUBSは、三菱UFJ国際投信が運用するファンドを承認し、是認し、レビュー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