

INVESTMENT STRATEGY MONTHLY

＜投資戦略マンスリー＞

MITSUBISHI UFJ KOKUSAI ASSET MANAGEMENT

2023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

2023年3月

世界経済

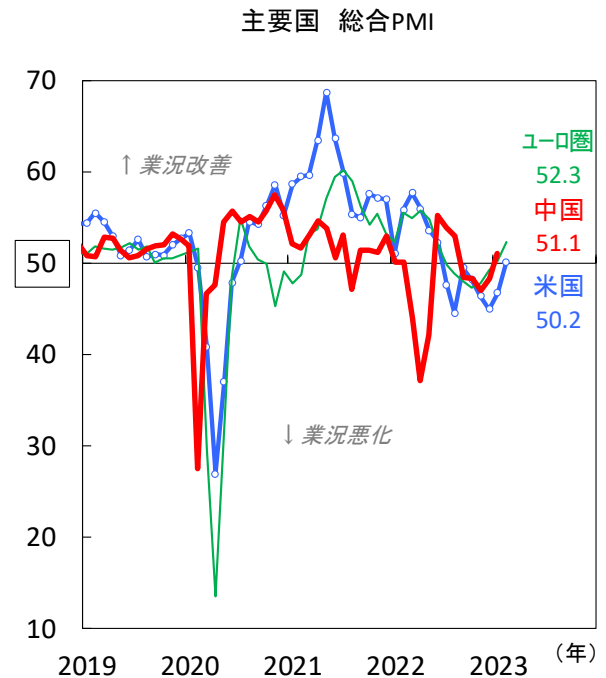
2月に入り、民間心理の改善傾向が顕著に

1月末に国際通貨基金（IMF）が世界経済見通しを上方修正したように、景気悲観論が後退しています。主要国の総合PMIを見ると、1月に中国が5カ月、ユーロ圏が7カ月ぶりに業況改善・悪化の節目50を上回ったのに続き、2月には米国が8カ月ぶりに50台に乗せました（図1）。原油や天然ガスなどエネルギー価格が低位で落ち着いていることも、各国内需の底固めに向け好材料といえます。

内需安定はインフレ収束を遅らせるリスクも

ただし、底堅い内需は需給ひっ迫の解消を遅らせることを通じ、インフレ収束を遠のかせるリスクもはらみます。各国インフレ率（消費者物価総合の前年比）はピークアウトしたとはいえ、直近1月時点で米国6%、ユーロ圏8%、英国10%台と、中銀が目指す2%をはるかに超える水準です。金融引き締めが長期化するリスクがちらつく間、楽観論一色にはなりにくいとしています。（瀧澤）

【図1】1月の中国・ユーロ圏に続き、
2月には米国の総合PMIが節目50を上回る



金融市場

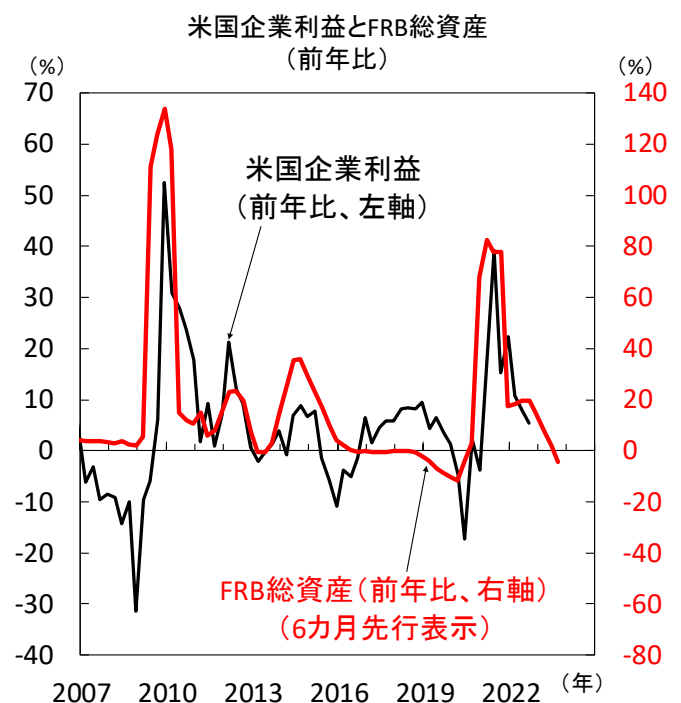
2月は米利上げ長期化観測で株高一服へ

2月の金融市場は、昨秋以降の株高が一服するなど、リスク回避的な流れとなりました。米国の消費者物価が想定ほど鈍化せず、小売売上高など一部景気指標が上振れしたことを受け、金融引き締めが長期化するとの見方が浮上、金利上昇が速まり株式が押される展開となりました。株式相場の循環で見れば、昨年以降は金融引き締め圧力の強い逆金融相場の流れが続いているとみます。

逆業績相場回避シナリオは楽観的すぎると想定

相場循環的には、逆金融相場の次は景気・業績悪化が顕在化する逆業績相場へ移行するのが一般的です。しかし市場では一時、利上げ終了の先の利下げ再開をも見据えた金融相場再来を織り込む動きすら見られました。ただし、粘着質なインフレ解消に向け、利上げのみならず資産圧縮の継続という金融引き締め圧力が残るなか、先行きを楽観視するのは早計と言えます（図2）。（瀧澤）

【図2】米国の金融引き締め一巡の判断は早計、
景気や業績下押し効果の本格化に要警戒



① 世界経済・金融市場見通し

2023年3月

● 実質GDP（前年比）見通し

	2021年	2022年	2023年	2024年
日本	2.1	1.1	1.0	1.0
米国	5.9	2.0	0.5	1.5
ユーロ圏	5.3	3.5	▲ 0.1	0.7
オーストラリア	5.2	3.8	1.9	1.8

	2021年	2022年	2023年	2024年
中国	8.4	3.0	5.5	4.5
インド	8.7	6.8	6.0	6.2
ブラジル	5.0	3.1	0.5	1.5
メキシコ	4.7	3.1	1.0	2.0

注）2021-2022年は実績・推計、2023-2024年が当社経済調査室見通し。

● 金融市場（6カ月後）見通し



株式

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
日本 日経平均株価(円)	27,424	25,500-29,500
TOPIX	1,993	1,800-2,080

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
米国 NYダウ(米ドル)	32,889	30,000-36,000
S&P500	3,982	3,600-4,300
欧州 ストックス・ヨーロッパ600	463	400-480
ドイツDAX®指数	15,381	13,600-16,200



債券

(10年国債利回り)

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
日本	0.502	0.0-0.75
米国	3.922	3.0-4.2

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
欧州(ドイツ)	2.587	1.9-2.9
オーストラリア	3.890	3.0-4.2



為替（対円）

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
米ドル	136.20	127-141
ユーロ	144.47	136-150
オーストラリアドル	91.72	87-97
ニュージーランドドル	83.98	79-89

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
インドルピー	1.6477	1.54-1.74
メキシコペソ	7.411	6.80-8.00
ブラジルレアル	26.184	23.5-27.5



リート

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
日本 東証REIT指数	1,847	1,700-2,000

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
米国 S&P米国REIT指数	1,566	1,400-1,700



原油

(単位:米ドル/バレル)	直近値	6カ月後の見通し
WTI先物(期近物)	75.68	70-90

注）見通しは当社経済調査室。直近値および見通しは2023年2月27日時点（直近日休場の場合は前営業日の値）。

出所）S&P、Refinitivより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－日本

2023年3月

日本経済

経済が再開するなか、
所得増が期待できるかが焦点

■ 昨年10-12月期実質GDPは低い伸びにとどまる

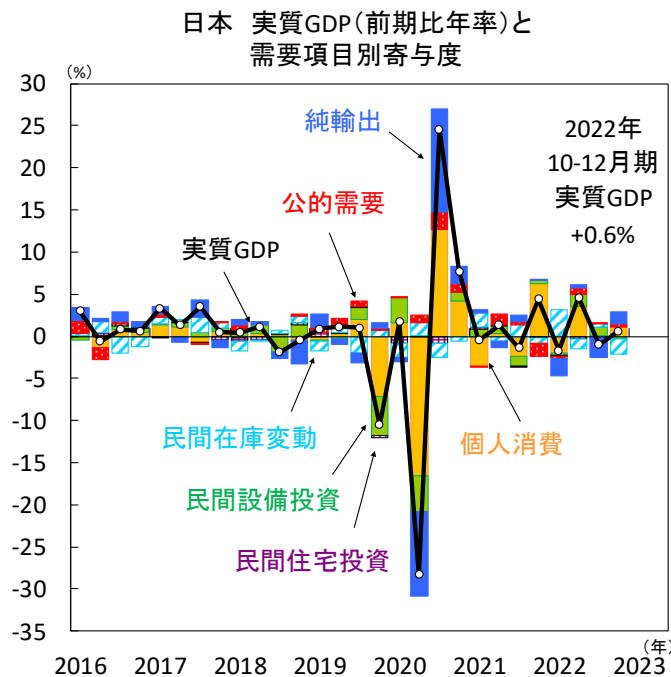
2022年10-12月期の実質GDP成長率は小幅のプラスとなりました（図1）。民間在庫変動による押し下げが響き、国内需要の寄与度はマイナスとなりました。ただ、同項目を除く民間需要の伸びは堅調であり、景気回復は継続しているとみられます。個人消費は新型コロナ感染拡大と物価高の中でも増加、輸出は訪日外客の消費急増でサービス輸出が押し上げられました。感染状況の改善や供給制約の一段の緩和、政府のエネルギー高対策の効果もあり、2023年はプラス成長を維持する見通しです。

鉱工業生産と輸出数量が春節の影響もあり1月に急減し弱含むなか、消費活動指数は回復基調にあり堅調な内需が景気を下支えています（図2）。個人消費はサービス支出を中心に回復していますが、コロナ禍前の水準を大きく下回っています（図3）。背景には物価高が続くとの見方による暮らし向きや収入への先行き不安があります。インフレ率は高水準となり海外経済が減速基調にあるなか、経済再開の動きが景気を支える見通しです。

■ 雇用環境は改善するも実質賃金下落が重し

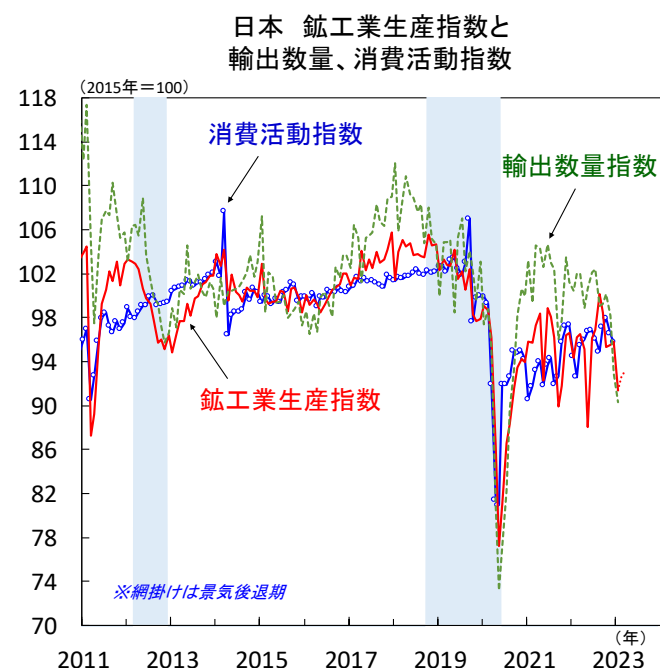
現金給与総額は2022年12月に前年比+4.8%と1997年1月以来の高い伸びとなりました（図4）。ただし、好調な企業収益や一部企業のインフレ手当を反映し、賞与を含む特別給与が大きく押し上げており、賃金の基調を示す所定内給与は緩やかな上昇となっています。消費者物価が大きく上昇する中、実質賃金の下落幅も拡大しており消費者心理の悪化につながっています（図5）。先行きの金融政策やインフレ動向をうらなう上で、今年の春闘で大幅なベースアップが実現するのか注目されます。

実質賃金の持続的な上昇には生産性の改善が鍵となります。コロナ禍で大きく落ち込んだ労働生産性は製造業では回復基調にあり、経済再開を契機にサービス業でも回復が期待されます（図6）。日本経済の潜在成長率は若干上向くもゼロ%台前半の低水準にとどまっていると考えられます。持続的な改善には企業の生産性向上と労働参加率の上昇が必要と言えます。欧米に後れを取る知的財産投資の拡大や、生産性の高い業種へのシフト、サービス業の合理化促進が鍵を握るとみられます。（向吉）

【図1】 実質GDP前期比は2四半期ぶりにプラス、
民間在庫変動要因を除けば内需は堅調

注) 直近値は2022年10-12月期（一次速報）。

出所) 内閣府より当社経済調査室作成

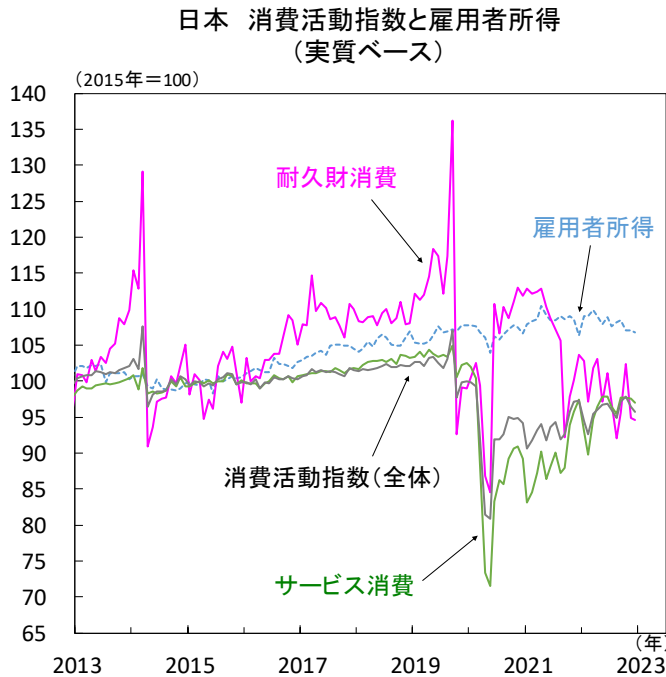
【図2】 海外経済の減速により輸出数量は減少、
消費活動指数は回復し内需が景気を下支え

注) 直近値は消費活動指数が2022年12月、その他は2023年1月。鉱工業生産は2023年2、3月製造工業生産予測の伸び（2月は経済産業省補正值）で延長。
出所) 財務省、経済産業省、日本銀行より当社経済調査室作成

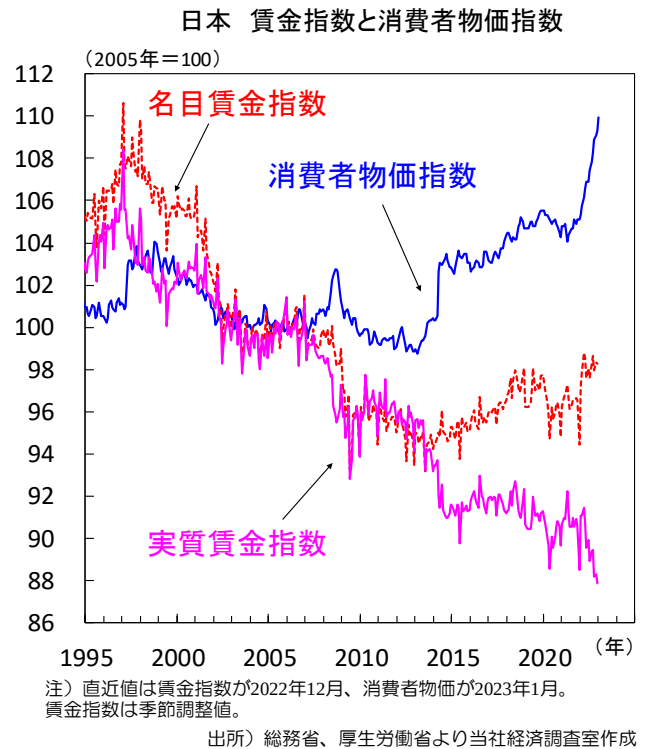
② 各国経済見通し－日本

2023年3月

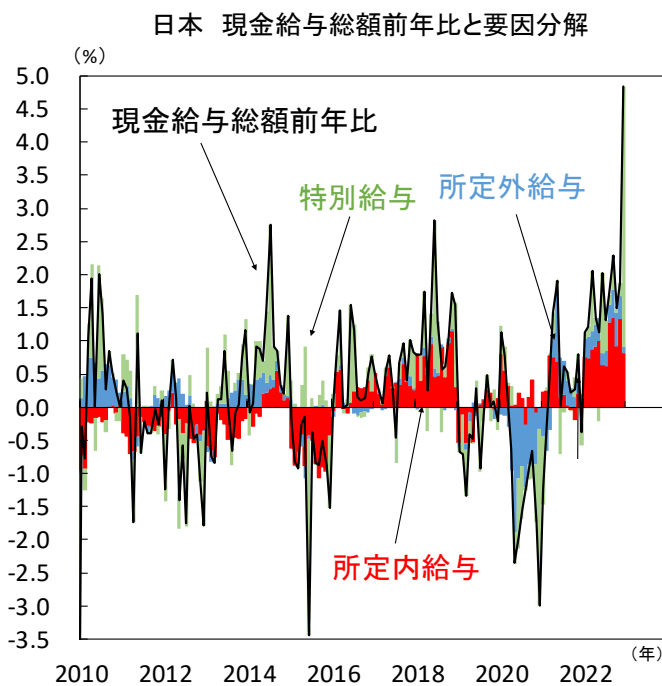
【図3】 所得水準に比べれば依然消費は低水準にあり、
消費の回復余地は大きい



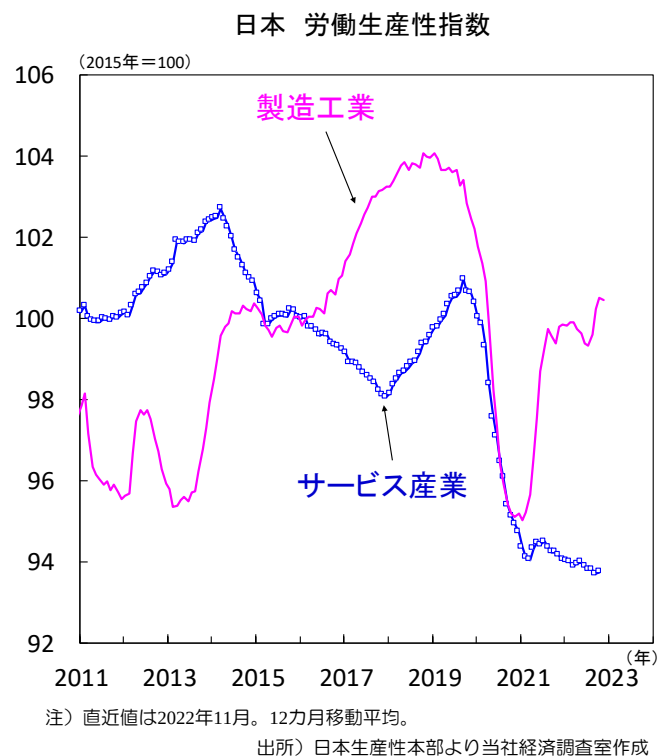
【図5】 大きく上昇する消費者物価指数、
賃金は実質ベースでは減少傾向が継続



【図4】 昨年末の賃金上昇率は急上昇、
インフレ手当など特別給与が押し上げ



【図6】 実質賃金上昇には生産性向上が望まれるが、
現状はコロナ禍で特にサービス業の生産性低迷が目立つ



② 各国経済見通し－米国

2023年3月



米国経済

物価高止まりの懸念が再燃、 利上げ到達点は引き上げか

堅調な労働市場、物価高止まり懸念が台頭

1月雇用統計では、雇用数の増加幅が市場の事前予想を大きく上回る前月比+51.7万人増(昨年12月:同+26万人増)、平均時給は前年比+4.4%(昨年12月:同+4.8%)と堅調さをみせ、大幅な金融引き締めが行われてもなお労働市場が引き締まっていることを示唆しました(図1)。また、1月消費者物価指数は総合で前月比+0.5%(昨年12月:同+0.1%)と市場予想通り上昇しました。前年比ベースでは総合で+6.4%(昨年:同+6.5%)、食品・エネルギー除くコア指数で+5.6%(昨年12月:同+5.7%)と鈍化が継続したものの、鈍化ペースは緩やかです。また、項目別にみても住居費などのサービスインフレの伸びは鈍化しておらず、物価上昇圧力は根強いことが確認されました(図2)。さらに、1月の生産者物価指数(PPI)も前月比+0.7%(昨年12月:同▲0.2%)と昨年6月以来の大幅な伸びとなり、振れの大きい食品とエネルギーを除くPPIも前月比+0.5%(昨年:同+0.3%)と市場予想比上振れとなりました(図3)。

3月FOMCは要警戒、景況感是一部持ち直し

2月初の米連邦公開市場委員会(FOMC)では政策金利が0.25%の引き上げ幅となり、政策金利引き上げの到達点がみえつつあるのとの楽観も市場参加者の間でみられました。しかし、依然として強い労働市場や物価関連指標を受け、タカ派な発言が複数の米連邦準備理事会(FRB)要人から示された後は、市場の見込む米政策金利の到達点は5.5%近傍まで引きあがっています(図4)。昨年12月時点のFOMCで示された2023年末の金利中央値は5.125%であるものの、次回3月のFOMCでは、景気認識の上方修正やタカ派な見通しに変化することも想定され、FRBが直近の強い労働市場や高止まりする物価に対し、金融引き締め姿勢を先鋭化するリスクに注意が必要です(図5)。

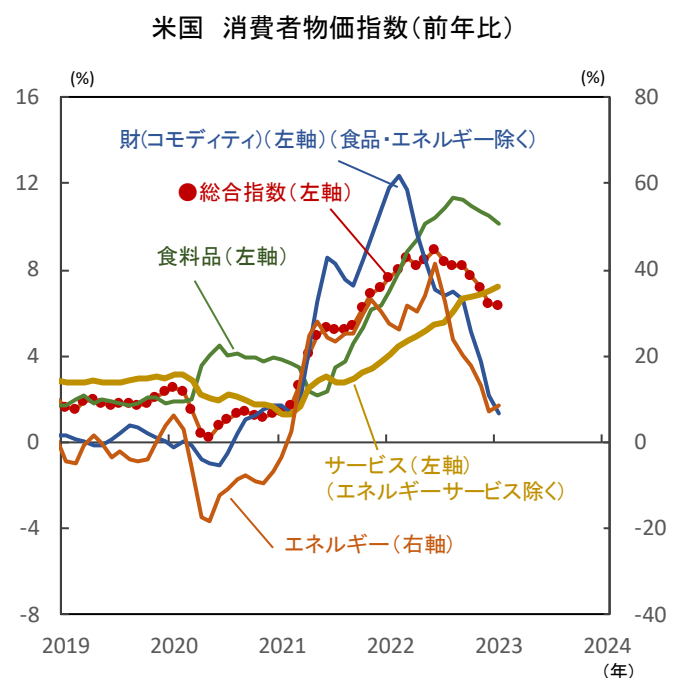
他方、米コンファレンスボードが発表した1月景気先行指数も、注目される6か月前比年換算成長率が▲7.0%(昨年12月:同▲7.7%)と底打ちの動きがみられます。供給遅延の解消や資源価格の落ち着きなどからS&Pグローバルが発表した2月製造業購買担当者景気指数速報値は、前月比0.9ポイント上昇の47.8と市場予想(47.2)を上回って持ち直しつつあり、同じく低下の続くISM製造業景気指数も反転するか注目されます(図6)。(清水)

【図1】金融引き締めにも関わらず雇用者の増加続き、
賃金の伸びも高水準を継続



出所)米BLSより当社経済調査室作成

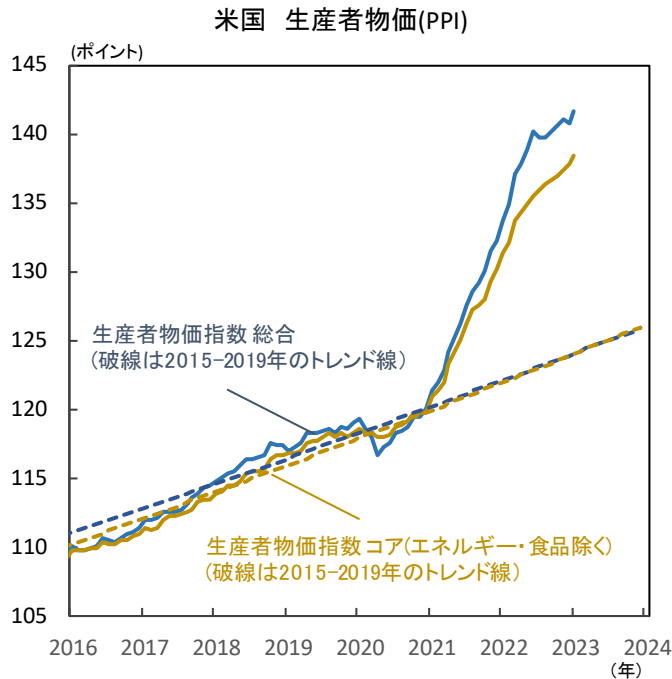
【図2】消費者物価指数は全体で鈍化も、
サービスインフレの上昇は継続



出所)米BLSより当社経済調査室作成

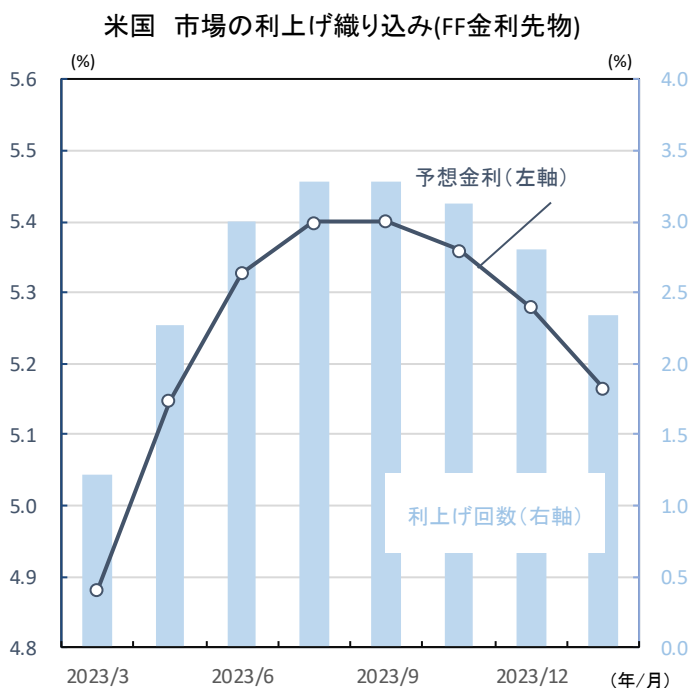
② 各国経済見通し－米国

2023年3月

【図3】生産者物価は過去のトレンドを大きく上回る伸び、
物価上昇圧力の根強さを示唆

注)直近値は2023年1月。トレンド線は当社経済調査室作成。

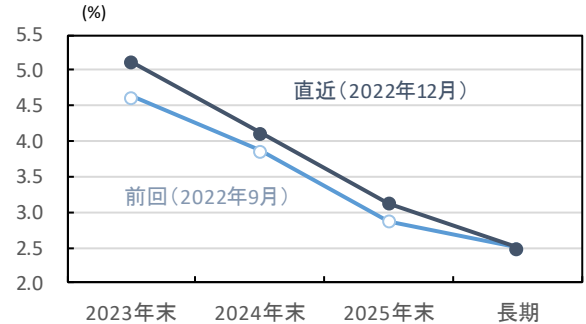
出所)米BLSより当社経済調査室作成

【図4】根強い物価上昇圧力とタカ派な要人発言で、
市場は3回の利上げを完全に織り込む注)値は2023年2月24日時点。
利上げ回数は1回あたり0.25%の引き上げとして算出。

出所)Bloombergより当社経済調査室作成

【図5】3月のFOMCでは四半期毎の見通しも公表予定、
政策金利はより高く長く、景気認識も上昇修正か

FOMCメンバー政策金利予想中央値・経済見通し



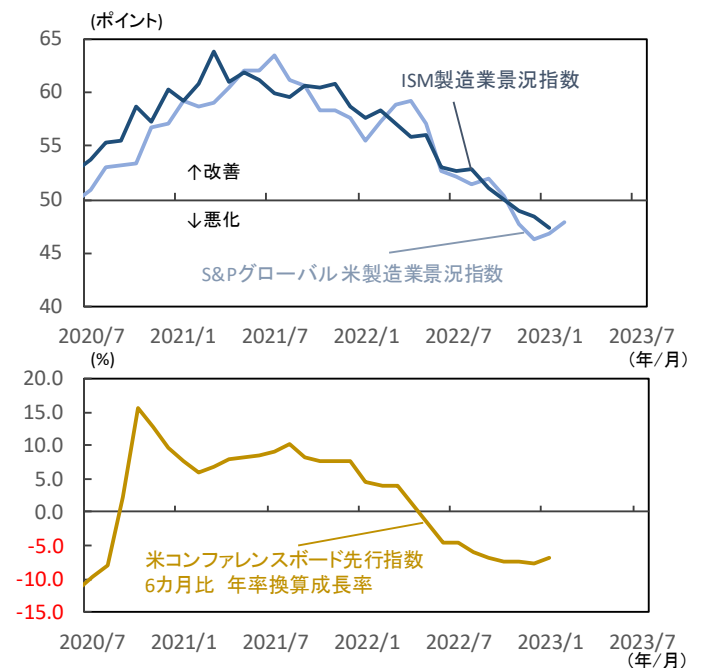
(単位: %)		2023年	2024年	2025年	長期
実質GDP成長率	直近	0.5	1.6	1.8	1.8
	(前回)	1.2	1.7	1.8	1.8
失業率	直近	4.6	4.6	4.5	4.0
	(前回)	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE物価	直近	3.1	2.5	2.1	2.0
	(前回)	2.8	2.3	2.0	2.0
コアPCE物価	直近	3.5	2.5	2.1	
	(前回)	3.1	2.3	2.1	

注)実質GDP成長率は前年比、PCE物価(総合・コア)は個人消費支出デフレーター前年比。直近が2022年12月、前回は同年9月。

出所)米FRBより当社経済調査室作成

【図6】製造業センチメントは持ち直すか注目、
景気先行指数も底打ちの様子

米国 製造業センチメント・景気先行指数



注)直近値はISM製造業景況指数・米コンファレンスボード先行指数が2023年1月、S&Pグローバル米製造業景況指数が2023年2月。

出所)米 供給管理協会、S&Pグローバル、米コンファレンスボードより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－欧州

2023年3月

欧州経済

マイナス成長は回避も、
弱含みな推移が継続か

■ 昨年10-12月期はマイナス成長を回避

ユーロ圏の2022年10-12月期実質GDP（速報値）は前期比+0.1%と成長減速がより顕著となったものの、マイナス成長を辛うじて回避（図1）。記録的な暖冬や世界的な供給網の回復、欧州各国政府による高インフレ対応策等が落ち込み幅を抑制しました。しかし、高インフレは確実に家計消費を圧迫し（図2）、天然ガス需要の抑制はエネルギー集約型産業の低迷につながっています（図3）。

■ 企業・家計景況感は改善も、景気停滞を示唆

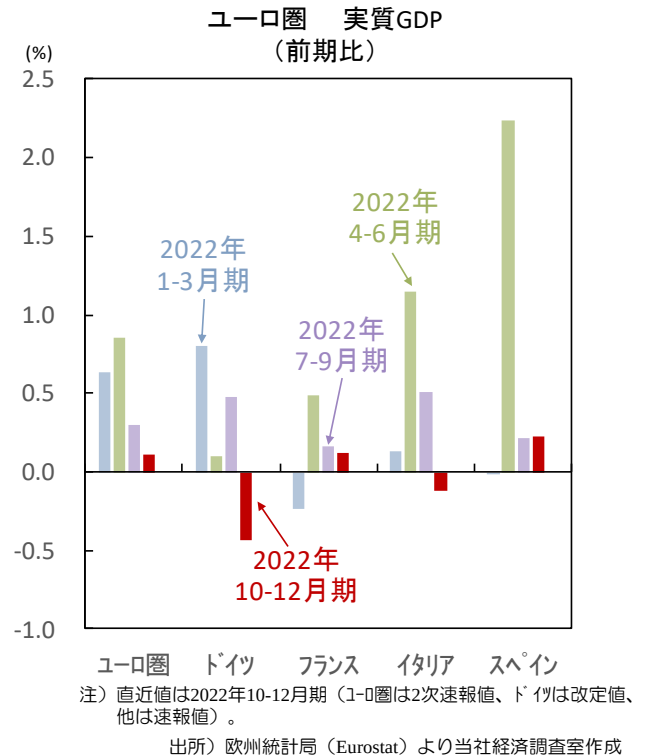
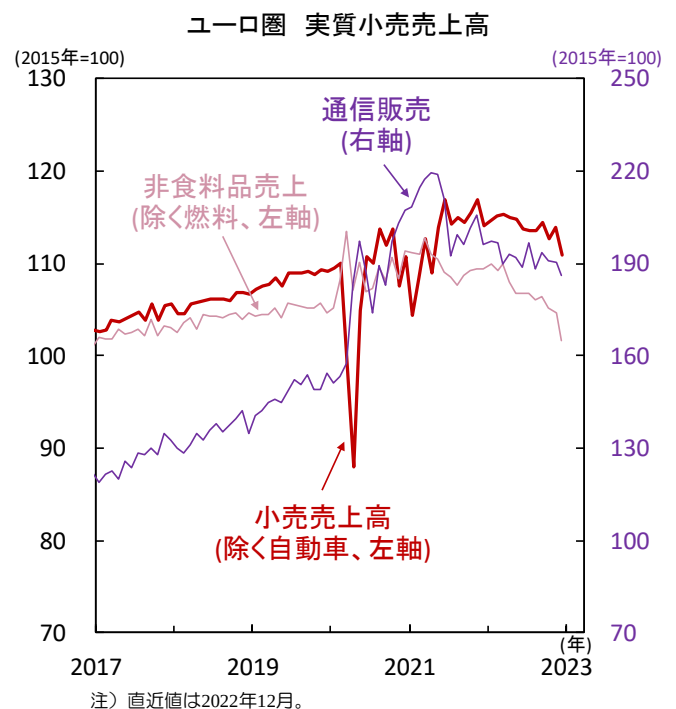
エネルギー危機の回避やコスト上昇圧力の緩和、域内総合インフレ率のピークアウト等を好感して、企業・家計景況感の回復は継続し、過度な先行き悲観は一段と後退（図4）。サービス業企業の回復が際立つ一方、製造業企業や消費者信頼感は依然低水準にとどまり、域内景気の回復力の弱さを示唆しました。エネルギー消費の節約や高インフレ継続等による下押し圧力の継続を反映し、1-3月期も域内景気は停滞する可能性が高いとみられます。

■ コアインフレ率の加速が継続

ユーロ圏の1月消費者物価指数は前年比+8.6%と、エネルギー高騰が一巡して伸び率は一段と鈍化しました（図5）。一方で、エネルギー・食品・アルコール・タバコを除くコア物価は前年比+5.3%と、伸び率が過去最高を更新し、高インフレの強い粘着性を反映する結果となりました。総合インフレ率はピークアウトしつつも、ユーロ圏景気の落ち込み幅が抑制される中、サービス業部門の回復の好調さや底堅い雇用情勢等を支えに、コアインフレ率がより長く高止まりするとの懸念は強まっています。

■ ECBは積極的な金融引き締め姿勢を維持

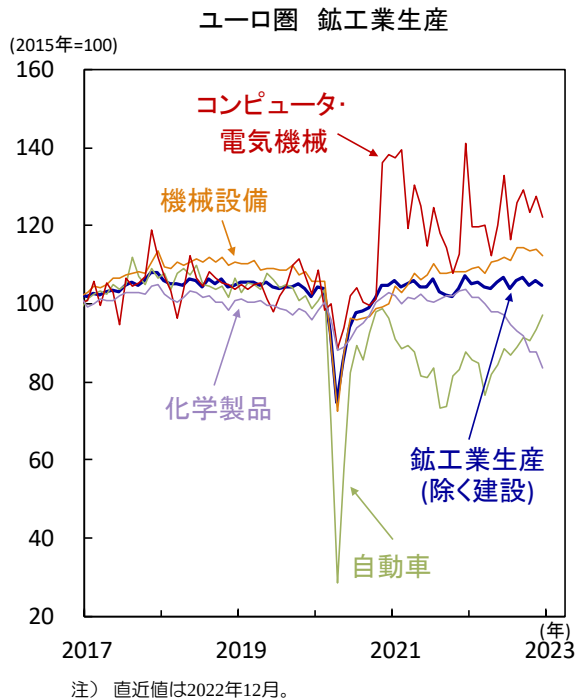
欧州中央銀行（ECB）は、賃金上昇（図6）や各国政府による高インフレ対応策に伴う中期的なインフレ圧力の高まりを強く警戒。2月政策理事会に続いて3月理事会でも0.5%ptの利上げを予告しました。コアインフレ率に明確な減速の兆しがみられない中、ECBによる利上げが長期化するとの観測も強まっており、3月政策理事会で明示される最新の経済・物価見通しが注目されます。（吉永）

【図1】ユーロ圏 マイナス成長は回避も、
景気減速が顕著に【図2】ユーロ圏 高インフレに伴う
家計消費の低迷がより鮮明に

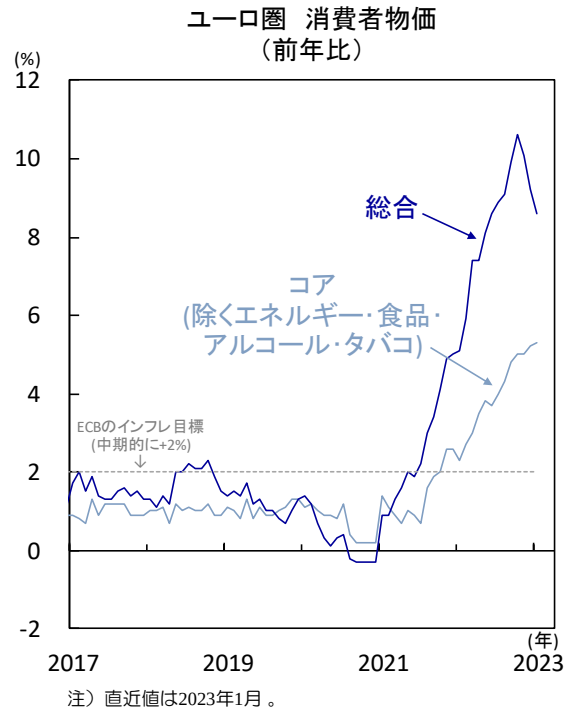
② 各国経済見通し－欧州

2023年3月

【図3】ユーロ圏 供給制約の解消が資本財生産を下支えも 【図5】ユーロ圏 1月コアインフレ率は過去最高を更新し、
エネルギー集約産業の苦境は継続 根強いインフレ圧力を反映



出所) Eurostatより当社経済調査室作成



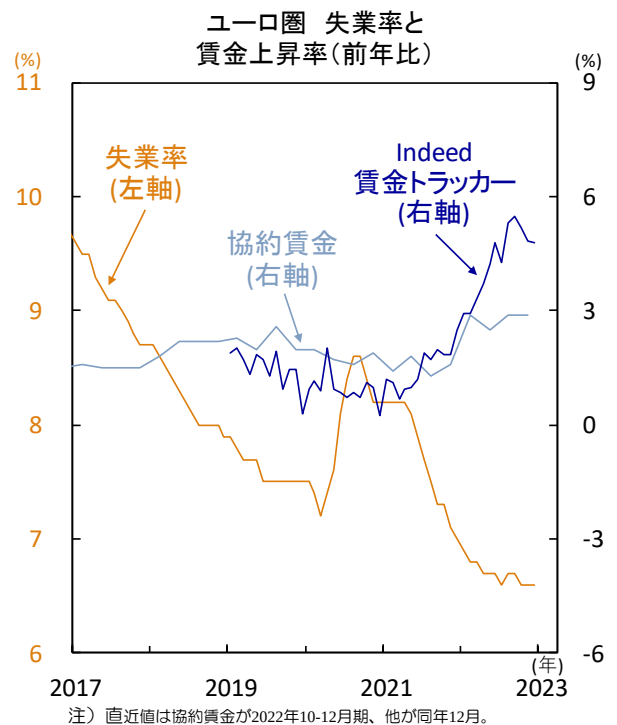
出所) Eurostatより当社経済調査室作成

【図4】ユーロ圏 景況感指標は改善基調を維持も、
製造業・家計マインドは依然低水準



出所) S&Pグローバル、欧州委員会 (EC) より当社経済調査室作成

【図6】ユーロ圏 労働市場のひっ迫は続き、
賃金上昇圧力の強さに懸念



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

2023年3月



オーストラリア(豪)経済

インフレ率が上振れする中、
豪中銀はタカ派姿勢を強める

12月小売売上高は大幅に減少し消費減速へ

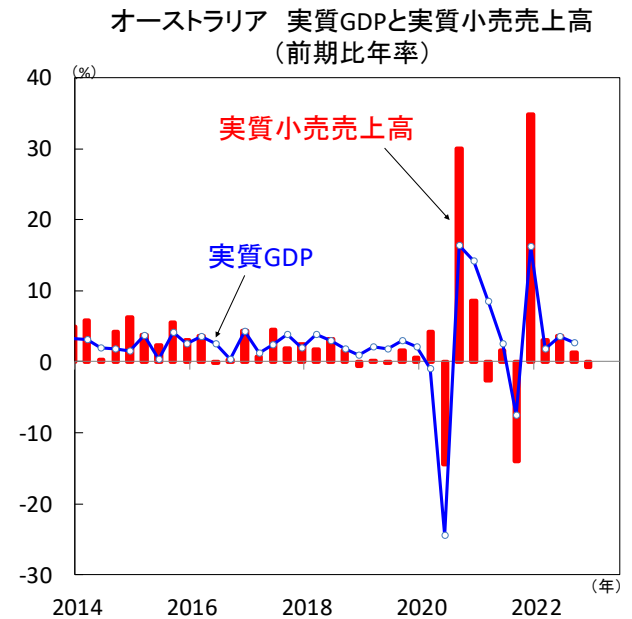
小売売上高は昨年12月に前月比▲4.0%と2020年8月以来の大幅減となりました。2023年1月は同+1.9%と持ち直したものの、11月のブラックフライデーに伴う売り上げ増の反動が出ています。10-12月期は前期比+0.9%（7-9月期は+2.5%）と急減速しており、実質ベースではマイナスに転じています（図1）。12月はクリスマス休暇で旅行関連のサービス消費が急拡大し、個人消費は全体として底堅い結果となったとみていますが、1-3月期の実質GDP成長率は消費中心に減速する見通しです。

1月の雇用統計では雇用者数が2カ月連続で前月比で減少し、失業率は3.7%（前月は3.5%）に上昇しました。2月の総合PMIは49.2と5カ月連続で中立水準の50を下回っています（図2）。豪州経済は足元でも減速が続いており、2022年5月以降9会合連続で実施された政策金利引き上げ（0.10%→3.35%）の影響が顕在化しています。豪中銀は2023年の成長率の大幅減速を予想しています（図3）。

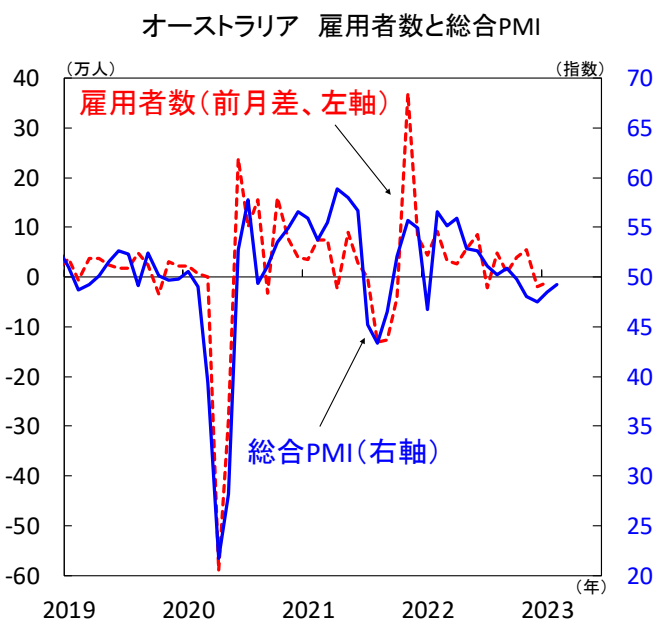
豪中銀は従来よりもタカ派姿勢を強める

消費者物価は10-12月期も伸び率が加速し、コア前年比は+6.9%（7-9月期+6.1%）となりました（図4）。旅行需要の高まりにより「娯楽・文化」が大きく伸び全体を押し上げました。ただし、足元の労働市場の軟化など賃金上昇率が先行き減速する兆候もみられ、1-3月期以降のインフレ率は低下基調となる見通しです。最新の豪中銀見通しでは、消費者物価コア前年比は2024年末にようやく物価目標上限まで低下し、物価鎮静化に時間を要する予想です。

豪中銀は2月の金融政策決定会合で政策金利を0.25%pt引き上げました。声明文では、政策金利については向こう数カ月にわたってさらに引き上げが必要とし、今回は予め決まった軌道にないとしていた文言を削除しました。インフレ高止まりに対する警戒感を強め、早期の政策修正の可能性を否定した形となりました。政策指針は従来よりもタカ派寄りであり次回会合でも0.25%ptの追加利上げが予想されます。金融市場の利上げ観測は高まっており（図5）、期待インフレ率を大きく上回り景気抑制に傾く政策金利の引き上げ停止時期が注目されます（図6）。（向吉）

【図1】実質GDP成長率は減速の見込み、
実質消費は減少基調

注) 直近値は実質GDPが2022年7-9月期、実質小売売上高が同年10-12月期。
出所) オーストラリア統計局より当社経済調査室作成

【図2】総合PMIは中立水準の50割れ、
雇用者数は前月比で減少

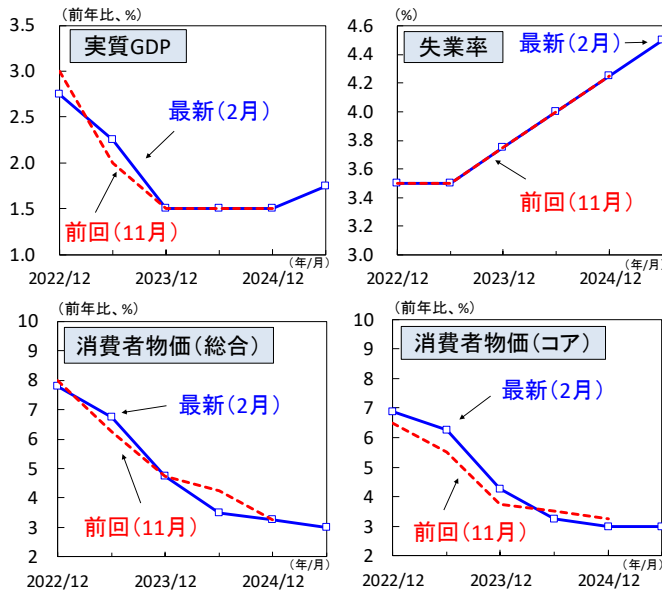
注) 直近値は雇用者数が2023年1月、総合PMIが同年2月。
出所) CBA、オーストラリア統計局より当社経済調査室作成

② 各国経済見通しーオーストラリア

2023年3月

【図3】 豪中銀は成長率の大幅鈍化を予想、
コアインフレ率は前回に比べ上振れ予想

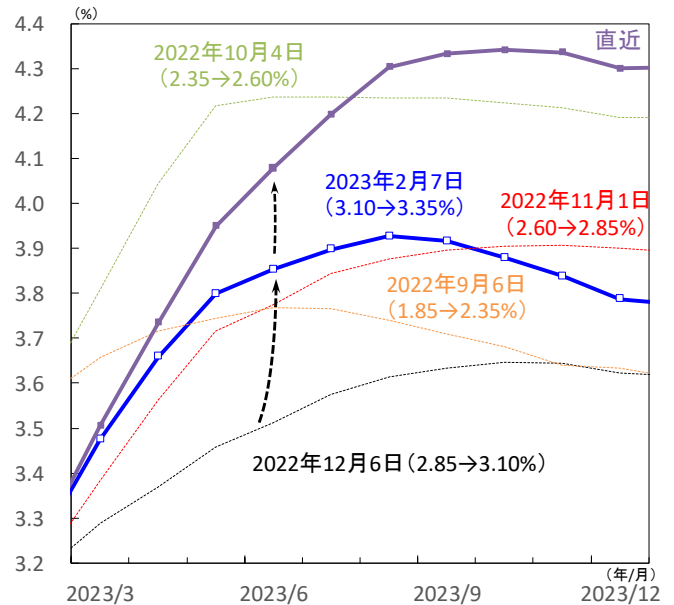
豪中銀の経済・物価見通し(基本シナリオ)



注) 「金融政策報告(2023年2月)」より作成。

出所) 豪中銀より当社経済調査室作成

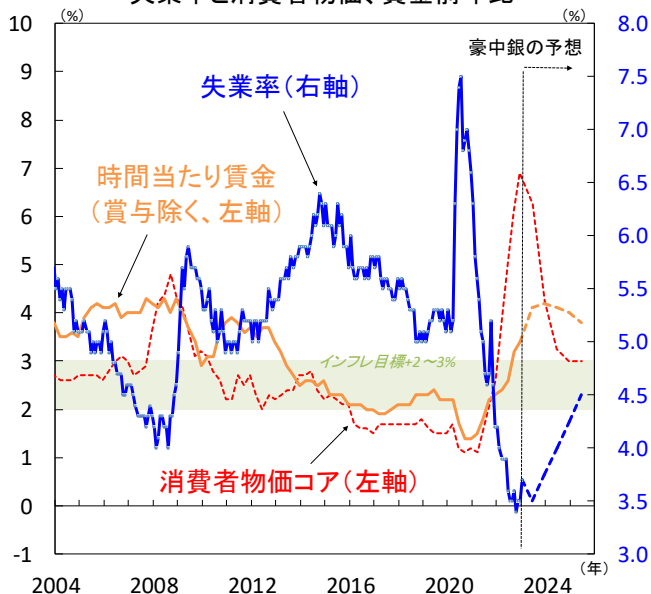
【図5】 インフレ率上振れへの警戒感から、
金融市場の利上げ予想は強まる

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。表示は豪中銀の金融政策決定会合開催日と政策金利。直近は2023年2月27日時点。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

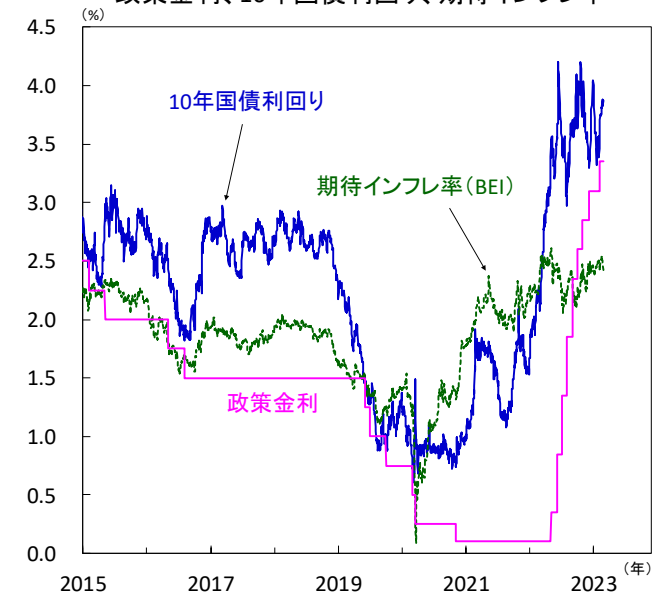
【図4】 失業率は上昇し労働市場のひっ迫は緩和へ、
賃金上昇率は高水準となるも減速の予想

オーストラリア
失業率と消費者物価、賃金前年比

注) 直近値は失業率が2023年1月、その他が2022年10-12月期、豪中銀予想は2023年2月時点。消費者物価コアはトリム平均。

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】 政策金利は期待インフレ率を大きく上回る水準、
景気悪化懸念が強まれば利上げ停止検討も

オーストラリア
政策金利、10年国債利回り、期待インフレ率

注) 直近値は2023年2月27日。BEI=ブレイクイーブンインフレ率。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－中国

2023年3月



中国経済

**前のめりで高まる中国景気回復期待、
だが思惑通り進むかは予断許さず**

2023年の5%台成長回帰に向けまずは好発進

中国景気回復期待が高まっています（図1）。直近1月の国家統計局PMIは製造業・非製造業ともに50台を回復、ゼロコロナ全面解除の好影響が表れています。特に厳格な検査体制・行動制限で低迷していた消費については、春節休暇期間の国内旅行分野が過去2年に比べ盛り上がりを見せるなど、明るい材料も確認されます（図2）。

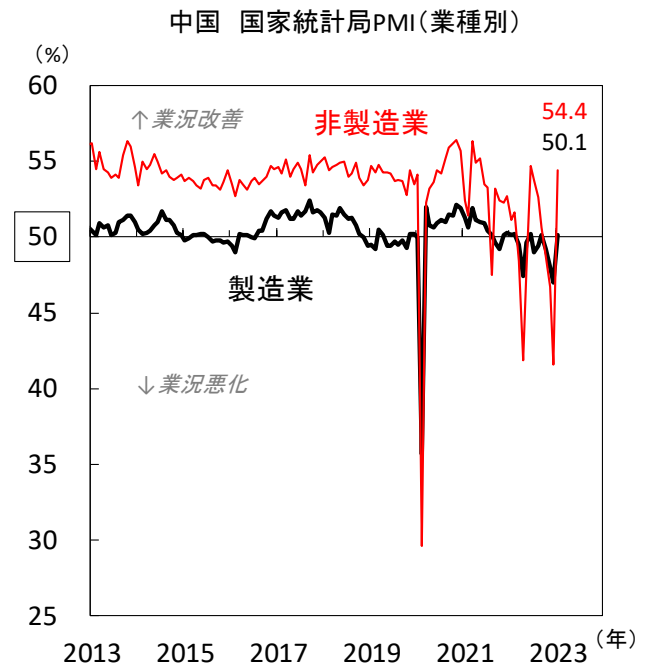
3月5日開幕の全人代では、2023年の経済成長率目標が注目されます。すでに31省・自治区・市の地方政府目標が出そろいましたが、各地方の目標値を2022年の名目GDPで加重平均した値は+5.6%、昨春の都市封鎖が響き同年成長率が全国（+3.0%）を下回った上海市、名目GDP規模が国内1・2位の広東省・江蘇省などが5%台に設定しており、全国でも5%程度となる見込みです（図3）。同様に都市封鎖に追い込まれた吉林省や北京市を含め、相対的に景気低迷が目立った東北部・東部も、中部・西部に比べ控えめな目標ながら、巻き返しを図っている印象です。

長引く不動産市況低迷で地方経済は疲弊か

ですが、先行きは楽観できません。最大の懸念は不動産市場の低迷長期化による地方経済の疲弊です。不動産市況は依然回復の気配すらなく、地方財政を陰で支える土地使用権譲渡収入（日本の特別会計に当たる全国政府性基金予算は2022年:7.8兆元、うち地方政府が95%の7.4兆元、国有地使用权譲渡収入が86%の6.7兆元）は減少持続、今後の政策余力を狭めるリスクがあります（図4）。

地域・都市ごとに景気の温度差が目立つ点も懸念材料です。不動産開発投資では経済規模の小さい東北部の停滞（図5）、住宅価格では北京・上海市など大都市とそれ以外の都市の間で格差拡大も目立ちます（図6）。昨年活性化したインフラ投資も一巡、過去の国際金融危機後にも見られたような、地方経済（投資）がけん引する形での景気回復は難しいともいえます。ゼロコロナ全面解除を受け景気回復期待に沸く中国ですが、経済全体で見た回復の持続性は慎重な見極めが必要とみします。（瀧澤）

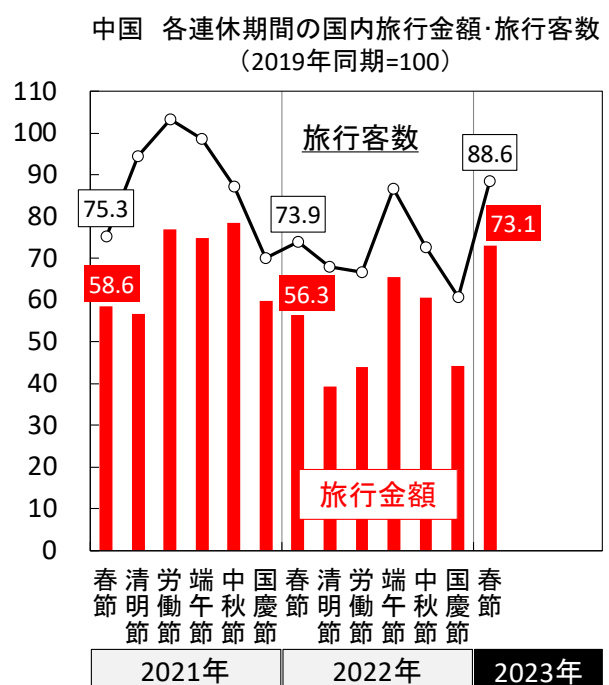
【図1】 国家統計局PMIは4カ月ぶりに節目50超え、
ゼロコロナ解除の効果で非製造業が急回復



注）直近値は2023年1月。

出所）中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図2】 ゼロコロナ解除で国内消費復調の兆し、
春節期間の旅行額は過去2年を上回る規模に



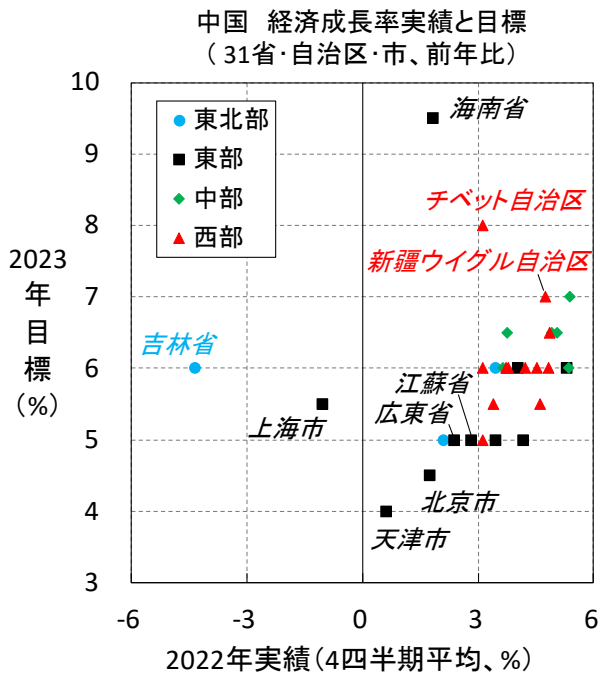
注）簡略化のため春節の値のみ表示。

出所）中国文化観光部より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－中国

2023年3月

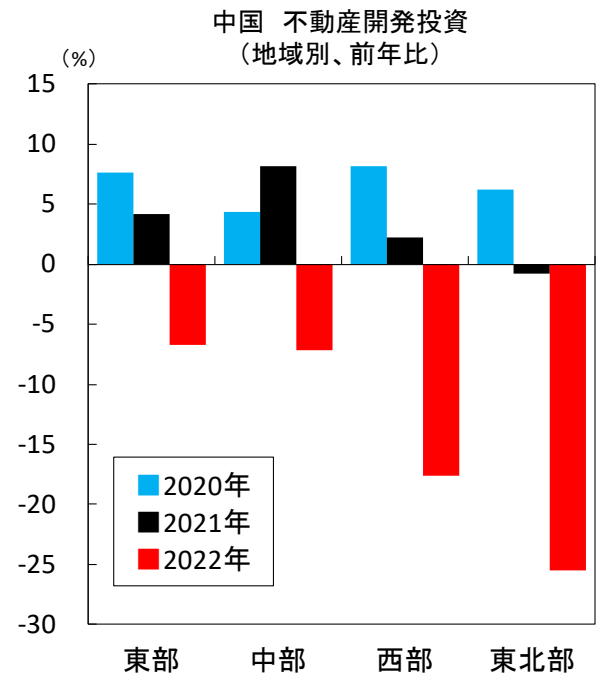
【図3】3月の全人代では
2023年の経済成長率目標を5%台に設定か



注) 2022年実績は同年第1～4四半期の前年比平均。2023年目標は「%以上、%前後」と設定される場合もあるが簡便化のため考慮せず(例えば、広東省は5.0%以上、江蘇省は5.0%前後だが5.0%で図示)。

出所) 各種報道、Refinitivより当社経済調査室作成

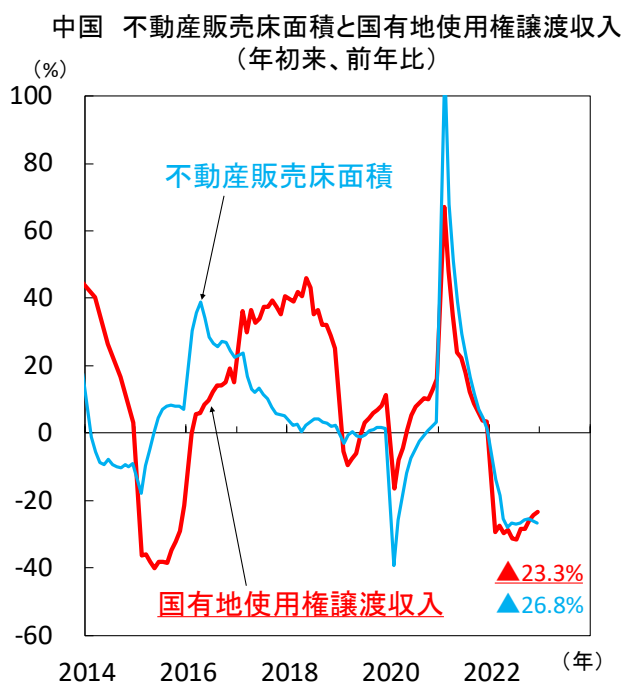
【図5】コロナ危機以降の不動産市況に温度差、
経済規模が相対的に小さい東部の低迷が深刻



注) 東部は広東省・江蘇省や北京市・上海市など10省・市、中部は河南省など6省、西部は四川省など12省・自治区・市、東北部は黒竜江省・吉林省・遼寧省の3省。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

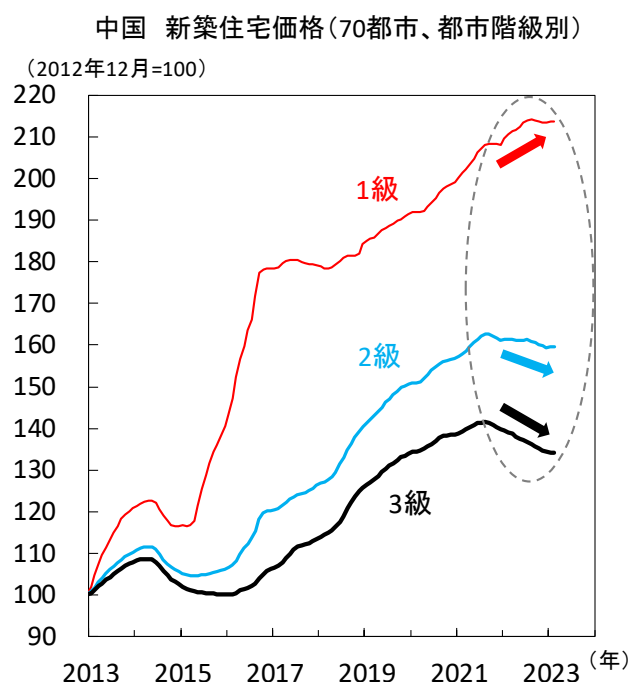
【図4】不動産市況低迷のしわ寄せは地方に、
景気回復に向けた政策余地が限られるリスクも



注) 2022年の全国一般公共予算(日本の一般会計に相当)の歳入は20.4兆元、(うち地方が10.9兆元)、全国政府性基金予算(同特別会計に相当)の収入は7.8兆元(うち国有地使用权譲渡収入が6.9兆元)。直近値は2022年12月。

出所) 中国国家统计局、中国财政部より当社経済調査室作成

【図6】住宅市場でも都市間の温度差が鮮明に、
新たな社会不安の火種とならないか注意



注) 全70都市で、1級は4都市(北京・上海・広州・深圳市)、2級は31都市、3級は35都市を対象。値は各都市(前月比)の単純平均値を用い指数化して当社経済調査室が算出。直近値は2023年1月。

出所) 中国国家统计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

2023年3月

インドネシア経済

ルピア相場の堅調さの背景を探る

■ ルピア相場は今年初より堅調に推移

インドネシア・ルピアが堅調です。同通貨は今年初より2月27日にかけて対米ドルで+2.0%上昇(図1)。主要アジア通貨最高の騰落率でした。ルピアは今後も堅調に推移するのか。本稿では同通貨の動向について考察します。

ルピアは、(a)昨年初から同年9月末にかけて同▲6.4%と主要アジア通貨でシンガポール・ドル(▲6.0%)に次ぐ騰落率。米ドル全面高の中でも下げ幅は限定的であり、打たれ強さを発揮しました。しかし、(b)同年9月末から年末にかけては同▲2.2%と、主要アジア通貨最低の騰落率。米ドル安が進み多くの通貨が上昇する中で軟調さが目立ちました。その後、上記のとおり(c)今年初より相場は堅調に推移しました。上記(a)の期間は、(1)米ドル高の進展と(2)ルピア建て国債からの資本流出が見られており、過去の例ではルピア相場が低迷する環境。こうした中でもルピアが相対的に堅調であったのは、(3)一次産品価格の上昇(パーム油や石炭)に伴う交易条件の改善や(4)国際収支構造の改善があったためとみられます。

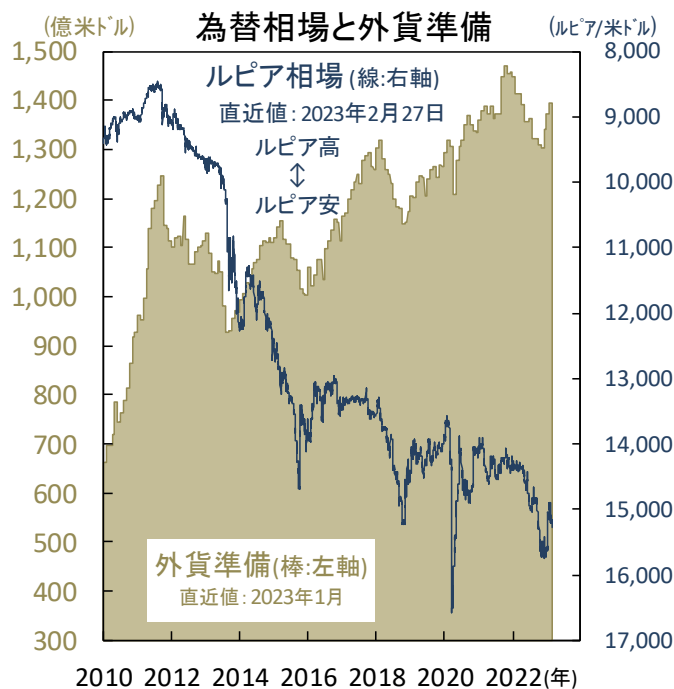
■ 卑金属の輸出能力が拡大し経常収支が安定化

国際収支構造の改善は、ステンレス鋼など卑金属製品の生産・輸出能力の改善によります。2020年初に同国が未精錬のニッケル鉱石の輸出を禁じたため中国企業が相次いで同国内にニッケル精錬施設とステンレス鋼生産施設を建設。同国からニッケル鉱石を輸入し中国国内で精錬やステンレス鋼製造を行う工程を改めました。

2022年の卑金属貿易収支はGDP比+1.3%と2021年の同+0.8%、2020年の+0.3%より拡大(図2)。中国企業による精錬設備とステンレス鋼生産設備は今後2年かけて順次稼働し、同国の生産・輸出能力をさらに高める見込みです。なお、同国産のニッケル酸化物は自動車用電池の材料(正極材)等には適さなかったものの、高圧硫酸浸出法(HPAL)が開発され同酸化物から高純度のニッケルを回収することが可能になったため上記用途への利用の道が開かれました。これを受けて、中国のCATL(寧徳時代新能源科技)や韓国のLGグループ傘下企業が世界最大のニッケル埋蔵量を誇る同国に電気自動車用電池の製造工場を建設する計画を公表。今後もニッケル関連製品の製造能力と輸出能力が増強されると予想されます。

【図1】ルピアは昨年9月末より軟調に

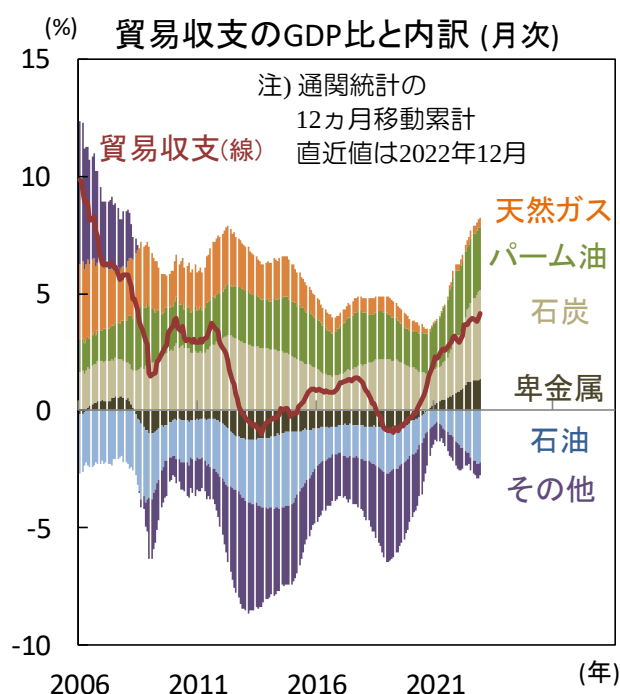
推移した後、今年初より堅調に上昇



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】中国企業等による投資を受けて

ステンレス鋼など卑金属貿易収支が改善



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

② 各国経済見通しーインドネシア

2023年3月

輸出代金の国内還流を促す中央銀行

■ 輸出代金の海外滞留で米ドル不足が発生

一方、前述の(b)の期間のルピア相場の相対的な軟調さは、(5)米国の積極的な利上げへの警戒感が和らぎ米ドル高から米ドル安へと相場が転換する中で、それまで積み上がっていたルピアの買い持ち高が解消されたこと、(6)国内の輸出企業が輸出代金を為替市場でルピア転せずシンガポール等海外の銀行にドル預金として滞留させるようになった(この結果、輸入企業のドル買い等によって国内為替市場でドルの需給がひっ迫した)ことによります。上記(6)は、国内銀行の提供する米ドル預金の金利が海外の銀行を大きく下回ったために起こりました。米国の利上げとともにシンガポールの米ドル預金金利も上昇し足元の3カ月物金利は4.7%。しかし、国内銀行による同金利は1.5%と金利差が拡大しています(図3)。国内米ドル預金金利の低さは、預金保険機構(LPS)が保証する外貨建て預金の金利水準など複数の要因によるとみられます。

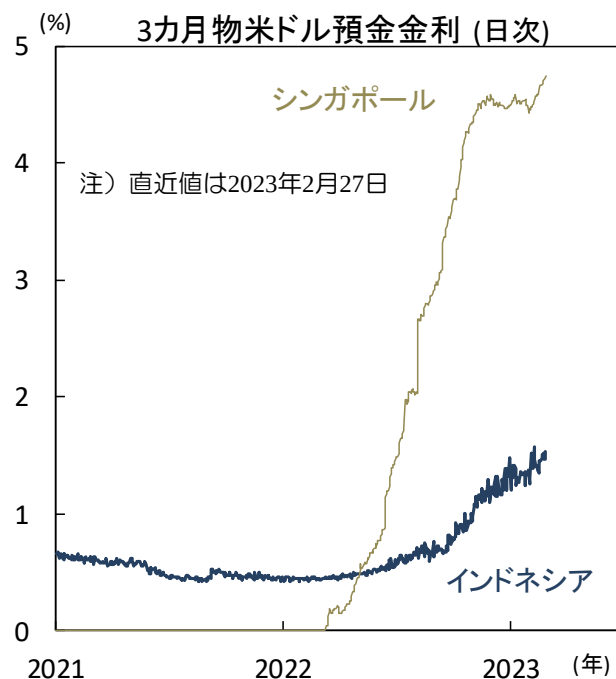
そして、(c)今年初以降は(7)ルピア建て国債市場への資本流入の再開、(8)インドネシア銀行(BI)が輸出代金の海外滞留を問題視し国内への還流促進策を導入したこと等を受けてルピア相場が反発しました。

■ 今後もルピア相場は底堅く推移する見込み

BIは、2月の政策会合時に輸出代金の国内還流策の詳細を公表。3月より市中銀行を通じて輸出業者向けの外貨預金を提供し、その金利を海外市場並みとします。同預金制度を通じて今年通年で200-300億ドル程度の輸出代金が国内に還流する見込み。輸出代金のルピア転は義務付けられていないものの、同預金の流入に伴って増加した外貨準備を用いてBIが直物ドル売り介入等を行うとみられます。一方、昨年はルピア建て国債市場から資本流出が続き、足元の外国人保有比率は15%と2019年平均の38%より急落しました(図4)。しかし、今年初以降は新興国に対するリスク・センチメントが回復し、同国債の参考債券指数に対するアンダーウェイトを解消するための資本流入が加速。今年初から2月上旬にかけて、同市場に54兆ルピア相当の資本が流入しました。

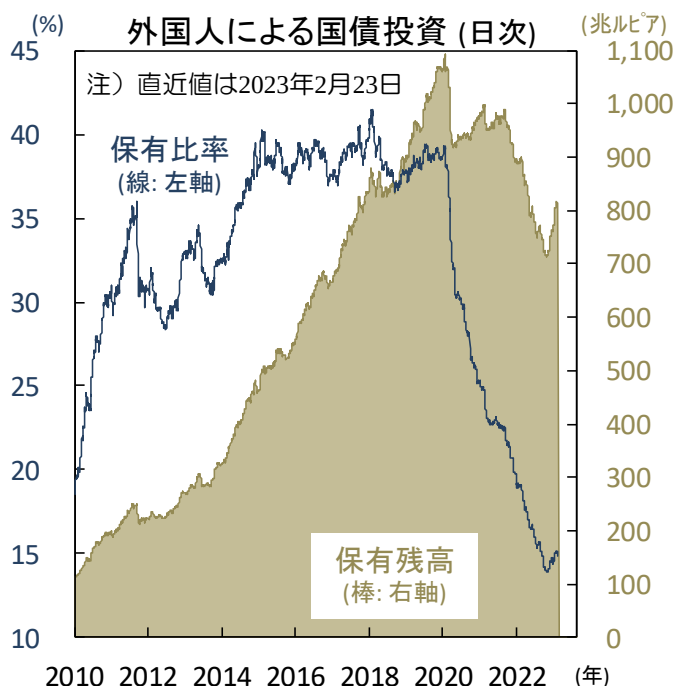
昨年急騰した石炭価格は年初より下落。今年の経常収支のGDP比は▲0.5%(昨年+1.0%)となれど、直接投資の純流入でカバーされる見込み。相対的に高い実質金利、安定化した経常収支構造、輸出代金の還流等に支えられ、ルピアは堅調に推移すると予想されます。(入村)

【図3】シンガポール等に比べて低い
インドネシアの米ドル預金金利



出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】外国人によるルピア建て国債保有率は
足元で15%と2019年平均の38%より低下



出所) インドネシア財務省、CEICより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し—トルコ

2023年3月



トルコ経済

トルコ南部の大地震を受けて
中銀は緊急利下げに踏み切る

景気の減速感が明確化

高インフレが継続する中、昨年末にかけて国内景気は減速したものの、消費者信頼感は回復(図1)。今年5月に開催予定の大統領選挙に向けて、当局が今年1月より最低賃金の大幅引き上げや、年金受給対象者の拡大、低金利住宅ローンの提供などを行った影響です。1月の総合消費者物価は前年比+57.7%(昨年12月+64.3%)と大きく鈍化したものの、主に前年の急伸からの反動によるもの。コア消費者物価は同+53.0%(同+52.0%)と小幅に加速しています(図2)。また1月の国内生産者物価は同+86.5%(同+97.7%)(図3)。今後最低賃金の引き上げなどの影響を受け、インフレ圧力は継続するでしょう。

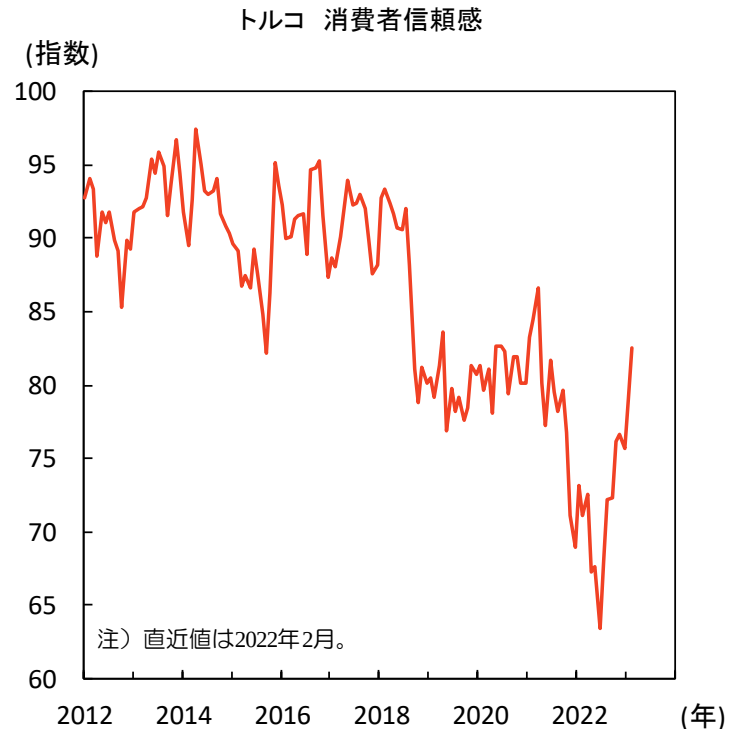
昨年夏場にかけて、コロナ明けも相まって来訪者数が増加し観光業が急回復しサービス収支黒字は大幅に拡大。しかし足元は閑散期に入り、観光客が減少しサービス収支黒字が縮小、トルコリラも軟調地合いが続く貿易赤字の改善もなく、経常赤字が大幅に拡大(図4)。夏場まで改善は見込めず、大幅な経常赤字が継続するでしょう。

大地震を受けて中銀は緊急利下げを実施

2月6日にトルコ南部のシリア国境付近で大きな地震が発生、首都のアンカラやイスタンブールといった大都市は被害を免れたものの被災地域の被害は甚大であり、5月に大統領選挙を控えるエルドアン大統領に対し災害への備えが不十分との批判の声も高まっています。

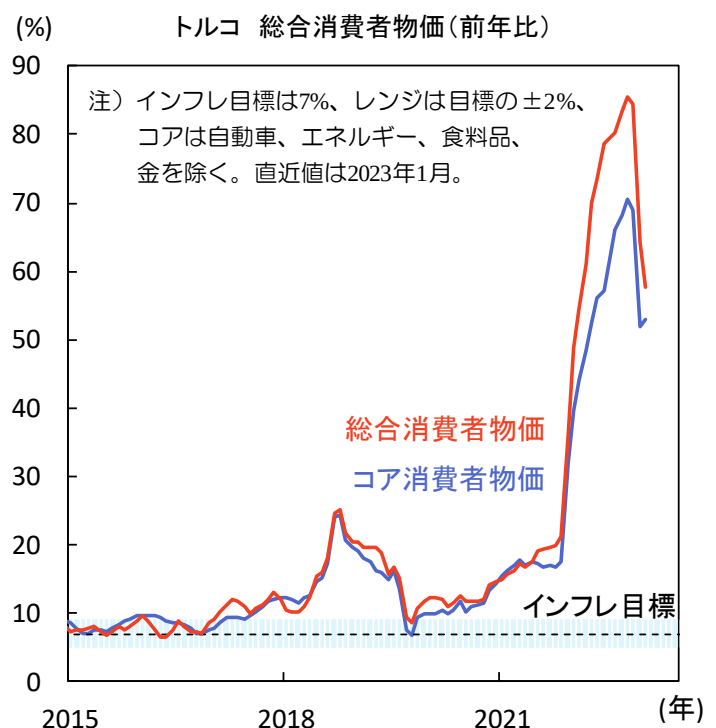
トルコ中央銀行は2月の金融政策決定会合で政策金利を4会合ぶりに引き下げ8.5%に決定しました(図5)。声明では「災害の影響を最小化、必要な復旧の支援のため、支援的な金融環境の形成を優先する」と、今回の利下げが地震への対応であることを示唆。次回会合について明確なガイダンスは無いものの「物価安定と金融の安定を維持し、地震後の必要な復旧の支援に適切である」と今後も利下げ含みの金融政策運営が継続されることが窺え、次回も0.5%程度の利下げが行われるとみえます。足元通貨の大きな下落には至っていませんが(図6)、下落圧力は今後も継続するとみえます。また大統領選挙に向けて政治的な不透明感の高まりにも注意が必要です。(松本)

【図1】高インフレ下でも消費者信頼感は回復
大統領選挙に向けた政策が消費者心理を後押し



出所) トルコ統計局、CEICより当社経済調査室作成

【図2】総合消費者物価は前年比+57.7%に鈍化
今後鈍化のペースは減速する見込み

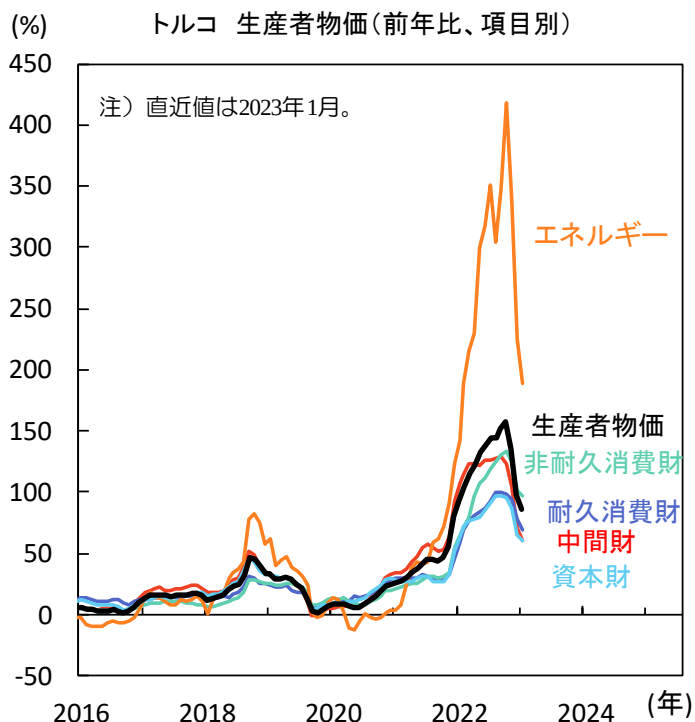


出所) トルコ統計局、CIECより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し—トルコ

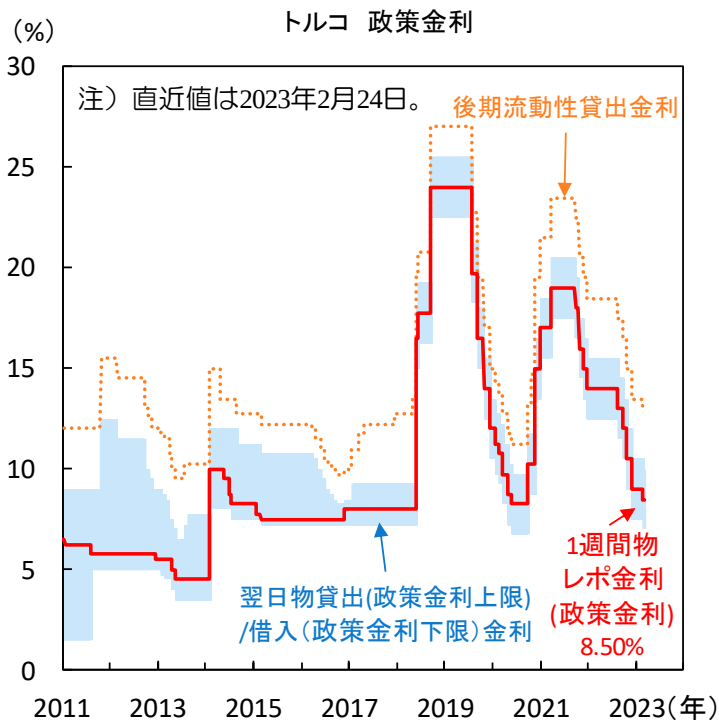
2023年3月

【図3】1月の生産者物価は前年比+86.5% (前月+97.7%)
今後物価上昇圧力は継続か



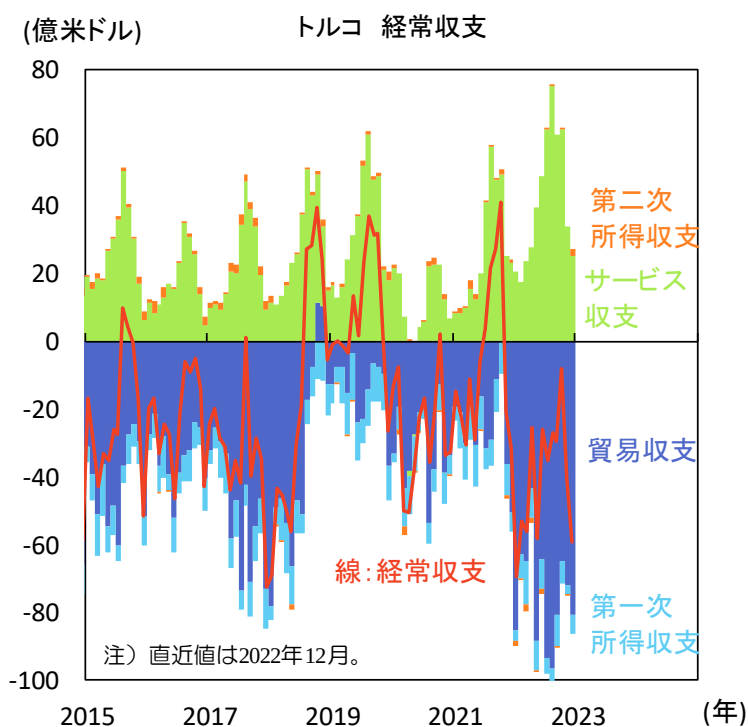
出所) トルコ統計局、CEICより当社経済調査室作成

【図5】トルコ中銀はトルコ南部地震を受け緊急利下げ
次回会合でも利下げが見込まれる



出所) トルコ中銀、Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】昨年12月の経常収支は▲59.1億ドル
閑散期で当面大幅な経常赤字が継続する見込み



出所) トルコ貿易省、CEICより当社経済調査室作成

【図6】利下げ後もトルコリラは変動小さく
今後も対外収支の弱さから下落圧力続く



出所) Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－株式

2023年3月

世界

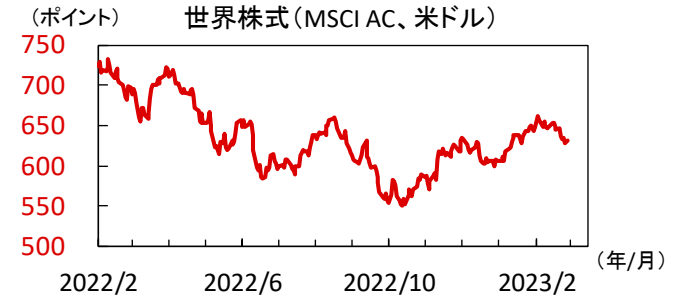
2月は米利上げ継続観測が重しとなり軟調

2月の株式市場は年初からの増勢が一服する流れとなりました(図1上・下)。米国の利上げが当初想定よりも長引くとの観測が重しとなりました。先進国では円安の進行が追い風となった日本、景気回復期待の高まる欧州が底堅い推移を見せた一方、新興国では中国株の軟調が目立ちました。1月急騰の反動に加え、偵察気球問題で、米中対立が再び焦点化したことが嫌気された模様です。

米利上げ警戒に米中対立という雑音加わる

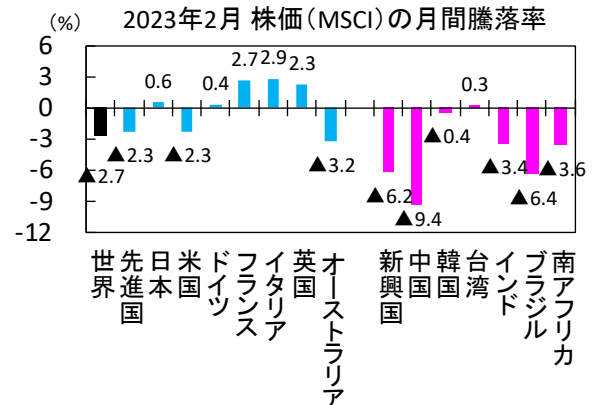
ウクライナ戦争もあり、やや市場の焦点から外れていた米中対立でしたが、昨夏の米下院議長訪台、秋には米国が対中半導体輸出規制を発動、そして今年に入り気球問題やロシアへの兵器輸出疑惑を契機に再び表面化しています。中国政府による突然のゼロコロナ解除をもち手を挙げ歓迎していた市場ですが、同国政治が持つ負の側面には引き続き目配りが必要となりそうです。(瀧澤)

【図1】2月は全体で軟調、日本や欧州で底堅さも



注) 直近値は2023年2月27日時点。

出所) MSCI、Refinitivより当社経済調査室作成



注) 現地通貨(地域別は米ドル、中国は香港ドル)ベース。2023年2月27日時点。

出所) MSCI、Refinitivより当社経済調査室作成

日本

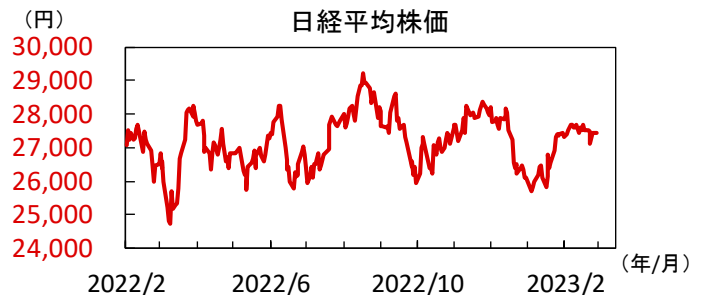
日経平均株価は2万7千円台で横ばい圏

2月(～27日)の日経平均株価は+0.4%と上昇しました。米利上げ継続への懸念が高まるも景気後退への過度の警戒感が和らぎ、2万7千円台で横ばい圏の動きでした。米長期金利の上昇局面では、銀行や保険など金融株が買われました。一方で電機や精密機器などハイテク関連株は軟調でした。植田日銀総裁候補の所信聴取では金融緩和継続の見方から買い安心感が広がりました。

景気減速懸念で先行きの業績不安は強まる

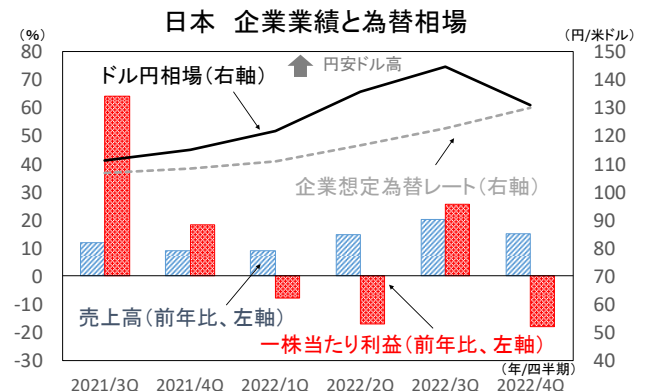
欧米の先行きの金融緩和期待が株式相場を支えていますが、景気後退への警戒感は根強く日経平均株価は2万8千円手前では上値の重い動きとなっています。昨年10-12月期決算はドル円相場が12月末にかけ円高となったため為替差益は縮小し、利益は事前予想を下回る企業が大勢となり前年比で増収減益となりました。先行き利益予想の下方修正も増えており、慎重な業績見通しが株価の上値を抑える展開がしばらく続きそうです。(向吉)

【図2】企業の収益率は悪化し業績不安は強まる



注) 直近値は2023年2月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 四半期データで対象はTOPIX。想定為替レートは日銀短観による。ドル円相場は期末値。

出所) 日本銀行、Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－株式

2023年3月



米国

■ 市場の利下げ期待はく落で株価下落

2月(～27日)のNYダウは▲3.5%と下落しました。1月の米景気指標は底堅い景気、労働需給のひっ迫、インフレ率再加速の兆しがうかがえる結果となりました。底堅い米国景気が高インフレを長引かせるとの警戒感が強まり、米利上げ長期化観測が広がりました。市場の年内利下げ期待がはく落し、米長期金利が再び4%近傍まで上昇するなか、米金利上昇が株価の重しとなりました。

■ 株価バリュエーションはインフレ次第か

当面は上値の重い展開を予想します。S&P500は予想PERの回復で株価が下支えられている状況です。底堅い米景気は業績面でプラスも、サービス中心にインフレ長期化も懸念されます。インフレ沈静化に向かえば株価反発も見込めますが、3月連邦公開市場委員会(FOMC)で想定を上回るタカ派スタンスが確認されればバリュエーション調整が進む可能性もあるとみます。(田村)



欧州

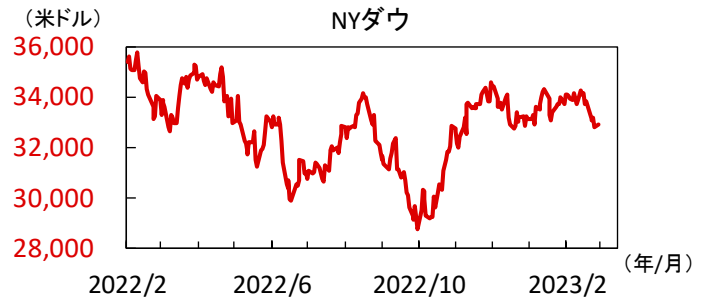
■ 景気先行き懸念は一段と後退

2月のストックス・ヨーロッパ600指数は+2.07%(～27日)と上昇基調を維持しました。ユーロ圏景気への過度な先行き懸念の一段の後退や、堅調な企業決算等が株式相場を下支えしました。一方で、欧米の物価・経済指標が対事前予想比で上振れしたことを受けて、欧米中央銀行による金融引き締めが長期化すると懸念が強まり、月末にかけて、株式相場の上値を抑制しました。

■ 利上げ長期化観測が相場の重しか

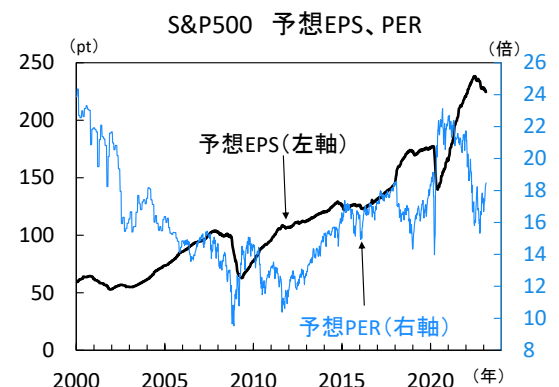
エネルギー供給不安の後退や中国経済のリオープン期待等を背景としたユーロ圏景気への先行き期待の高まりは一服しつつあります。欧州中央銀行(ECB)は3月政策理事会でも大幅利上げを継続し、先行きもインフレ抑制重視の姿勢を維持すると予想されます。高インフレや金融引き締めの継続による欧州景気への圧迫は続き、株式相場の更なる上昇余地は限られそうです。(吉永)

【図3】 予想PERが持ち直し株価を下支え



注) 直近値は2023年2月27日時点。

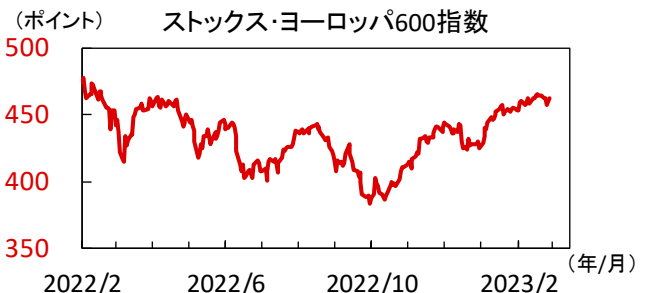
出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 直近値は2023年2月21日時点。予想EPS(一株当たり利益)、予想PER(株価収益率)はいずれも12ヵ月先予想を使用。

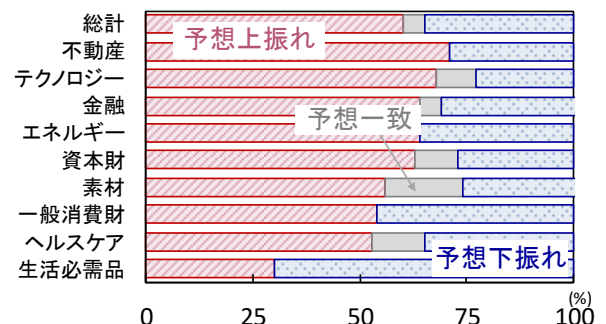
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

【図4】 2022年10-12月期企業決算は堅調



注) 直近値は2023年2月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

ストックス・ヨーロッパ600指数
2022年10-12月期決算(対事前予想)

注) 直近値は2023年2月21日、当期利益。

出所) Refinitiv I/B/E/Sより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－債券

2023年3月

世界

2月の債券市場は米主導の金利上昇を警戒

2月の債券市場は総じて軟調でした（図1上・下）。先進国国債では米国を中心に海外の軟調が目立ちました。米連邦公開市場委員会（FOMC）関係者から利上げ継続を示唆する発言が相次いだこともあり、米金利上昇が加速し他国も追随する流れに押された格好です。一方、日本は日銀次期体制後の金融緩和の早期修正観測が一服、金利上昇圧力が弱まったことで底堅く推移しました。

当局と市場の米利上げ予測が収れんするか

金利上昇の背景には、FOMCの利上げをやや甘めに見積もっていた市場内で見通しの修正（利上げ期間はより長く、FF金利水準はより高く）が進んだ点が挙げられます。3月FOMCで公表される新たなFF金利予測（ドット・チャート）で、2023年末予測レンジが前回（下限4.875～上限5.625%）から大きく上方修正されなければ、金利上昇も一巡、債券相場も落ち着くとみられます。（瀧澤）

日本

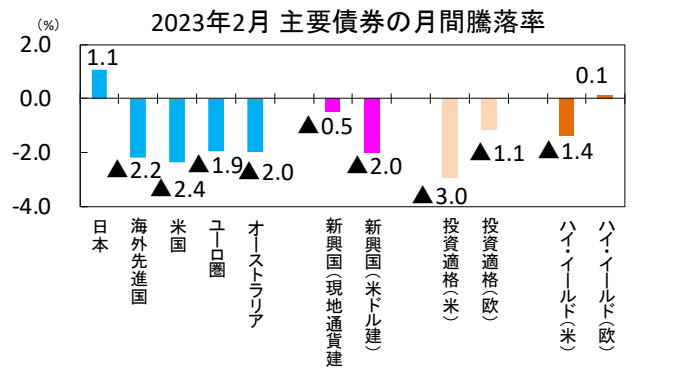
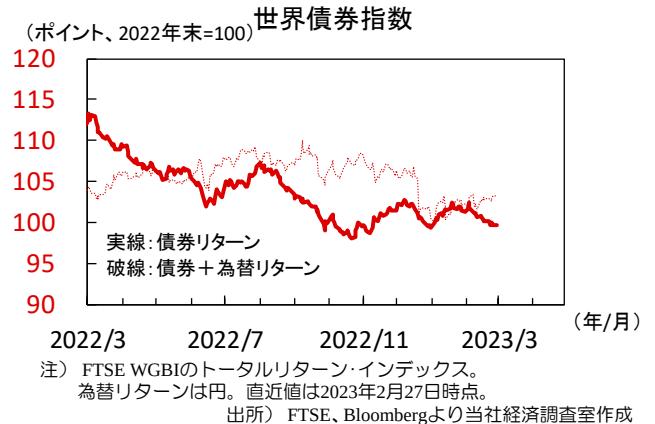
米金利上昇を受け金利上昇圧力が高まる

2月（～27日）の10年国債利回りは0.01%pt上昇しました。米長期金利が上昇基調となるなか、中旬以降は日銀の許容変動幅の上昇0.50%を超える水準が続きました。政府は14日に日銀正副総裁人事案を国会に提示し、植田氏、内田氏、氷見野氏を正式に指名。24日に衆議院の所信聴取で植田日銀総裁候補は金融緩和の継続が適切と述べた上で、政策正常化の可能性にも言及しました。

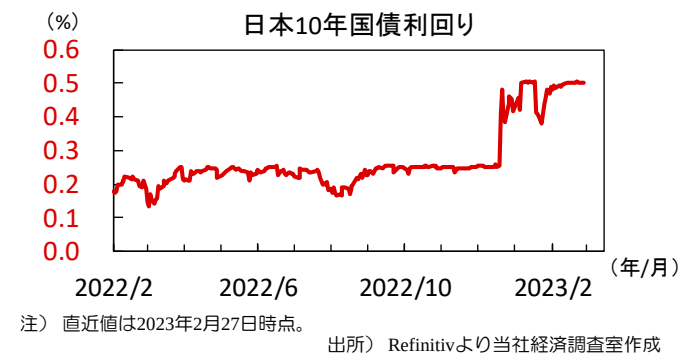
日銀新体制でも金融緩和を継続へ

植田日銀総裁候補は所信聴取で、現行の大規模緩和策は2%の物価安定目標の実現に必要なかつ適切とした上で、金融緩和を継続する事が適切と述べました。他方、基調的な物価見通しの改善が進めばイールドカーブ・コントロール（長短金利操作、YCC）政策の見直しが必要になるとの見解を示しました。物価上昇率が高まる中、植田新体制が早期にYCC撤廃か修正に踏み切るとの思惑から長期金利の上昇圧力は継続しそうです。（向吉）

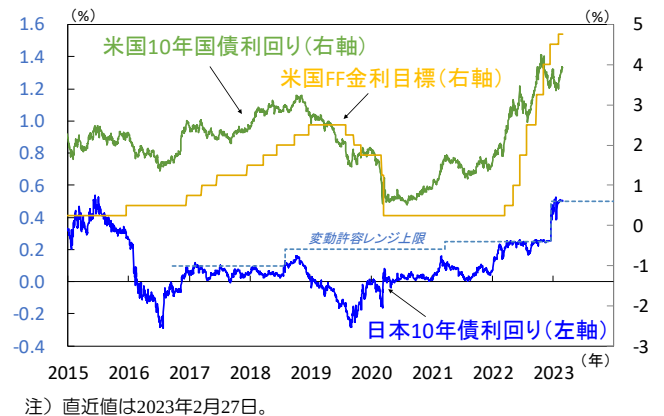
【図1】2月の債券市場は金利上昇に押される展開に



【図2】米金利上昇を受け許容変動幅上限を超える動き



米政策金利・10年債利回りと日本10年債利回り



③ 市場見通し－債券

2023年3月



米国

10年国債利回りは再び4%に接近

2月(～27日)の米10年国債利回りは上昇し、昨年11月以来の4%近傍で推移しています。1月の米景気指標は雇用統計や小売売上高などが想定を上回る結果となった上、消費者物価上昇率も前月比ペースで再加速しました。底堅い米景気がインフレ高止まりに繋がるとの警戒感が強まるなか、市場では米利上げ長期化観測が広がりました。

引き続きインフレ動向が鍵か

当面は米金利高止まりを予想します。既に市場は今年末のFF金利上限を5.25%まで織り込んでおり、3月連邦公開市場委員会(FOMC)ではタカ派的な政策金利予想やインフレ認識が示されるかが焦点とみまます。アトランタ連銀のGDPNOWでは2023年1-3月期実質GDPの伸びが潜在成長率を上回ると予想され、インフレ不透明感が強まる中でデータ注視の展開が続くそうです。(田村)



欧州

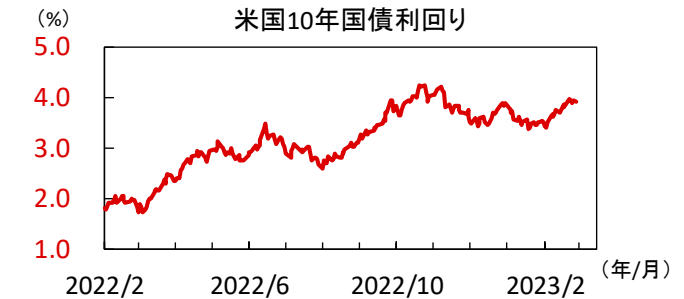
利上げ長期化観測強まる

欧州主要国金利は上昇。欧州中央銀行(ECB)は2月政策理事会で0.5%ptの利上げを決定し、3月会合でも大幅利上げの継続を示唆しました。ユーロ圏の1月総合インフレ率は引き続き低下も、エネルギー・食品・アルコール・タバコを除くコアインフレ率は再び過去最高を更新し、インフレ圧力の根強さを反映。ECBによる利上げが、より高い水準へより長期に行われるとの観測が強まりました。

ECBは積極的な利上げ姿勢を維持か

ユーロ圏の総合インフレ率は、エネルギー価格の下落に伴いピークアウトし、ECBの昨年12月見通しを下振れする一方、労働市場のひっ迫や各国政府の財政支援策等を背景に、コアインフレ率は長期にわたって高止まりする可能性が強まっています。ECBは3月政策理事会で大幅利上げを続け、インフレ抑制に注力する姿勢を保つとみられ、域内主要国金利は高止まりしそうです。(吉永)

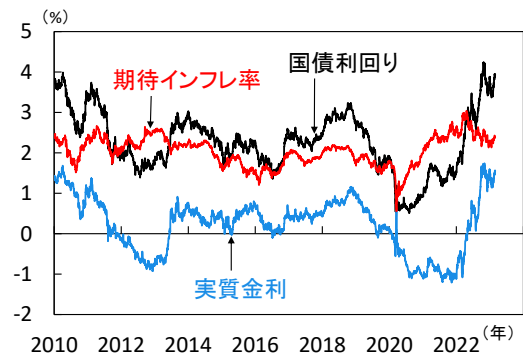
【図3】底堅い景気やインフレ長期化懸念で金利高止まる



注) 直近値は2023年2月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

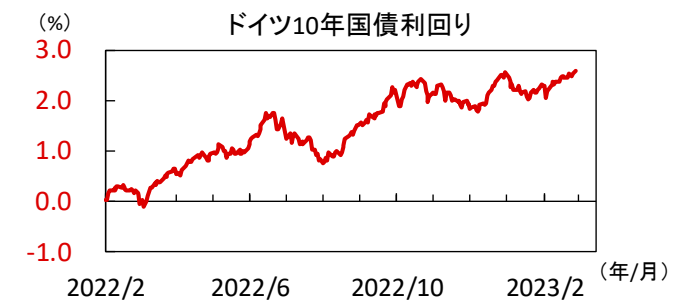
米国 期待インフレ率、実質金利(10年)



注) 直近値は2023年2月27日時点。

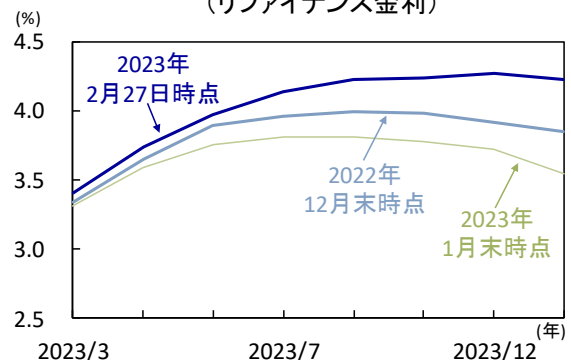
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】ECBによる利上げ長期化観測強まる



注) 直近値は2023年2月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

ユーロ圏 市場の見込むECB利上げ軌道
(リファイナンス金利)

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－為替

2023年3月

世界

2月は米利上げ長期化観測で米ドル全面高に

2月の米ドル指数（対主要6通貨）は1月末比+2.5%（2月27日時点）とほぼ米ドル全面高となりました（図1上・下）。米国の利上げが長引くとの見方から米金利上昇が速まり、金融市場でリスク回避的な動きが強まったことが影響した模様です。他方、メキシコペソは同国中銀の2月会合で利上げ幅縮小が予想されたなか、前回に続き0.5%利上げが実施されたことが材料視された模様です。

金利先高観の強い通貨が選好される展開か

2月公表の米指標から景気の底堅さ、物価上昇圧力の根強さを意識させる材料が続き、市場に広がっていた今年終盤の米利下げ期待が打ち消された格好です。このことは米景気後退リスクを高める要因ともなりうるため、全体としてリスク選好色の強まりにくい環境が続くと考えます。自国の景気・物価情勢に即し金利先高観の強い国の通貨が選好されやすい流れも続くともみず。（瀧澤）

米ドル

米利上げ長期化観測でドル買い強まる

2月（～27日）の名目実効ドル（貿易加重の主要為替レート）、米ドル（対円）は上昇しました。なお力強い米景気指標や消費者物価上昇率の前月比再加速を受け、底堅い米国景気が高インフレを長引かせる構図が意識されました。市場では米利上げ長期化観測が浮上し、米長期金利が再び4%近傍に上昇するなかでドル買いが優勢でした。

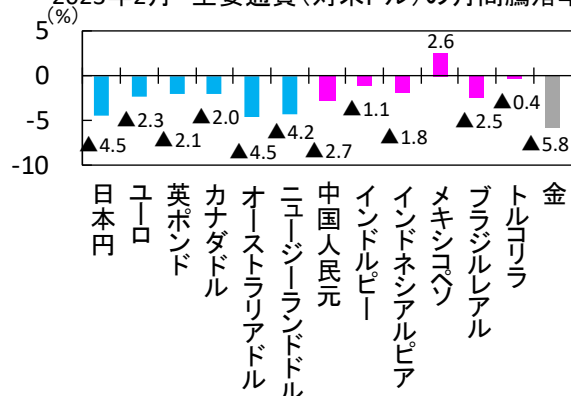
米利上げ停止後ずれでドル高継続か

ドルは底堅い展開を予想します。米利上げ停止が後ずれる可能性があるためです。市場は米インフレ高止まりを警戒、昨年12月連邦公開市場委員会（FOMC）で示された今年末レンジ上限5.25%を織り込みました。3月FOMCでは政策金利見通しやインフレ認識が焦点です。ドル円は日銀新体制後の金融緩和修正が懸念も、日米金利差や貿易赤字を背景にドル高円安が続くそうです。（田村）

【図1】2月は米ドル反発の流れに



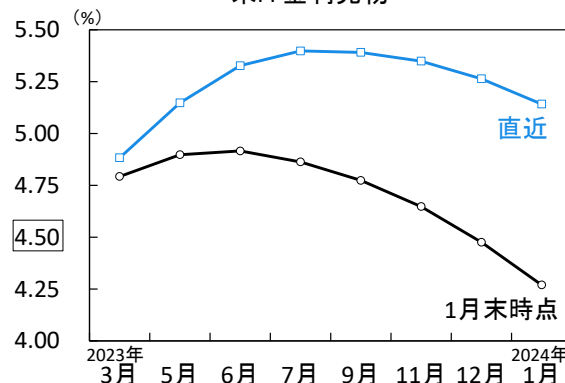
2023年2月 主要通貨（対米ドル）の月間騰落率



【図2】市場はFF金利到達点の引き上げを意識



米FF金利先物



③ 市場見通しー為替

2023年3月

ユーロ

■ 米利上げ長期化観測再浮上で、ユーロ安に

2月のユーロ・ドルの月間騰落率（～27日）は▲2.34%と下落しました。ユーロ圏の景気後退懸念の後退や欧州中央銀行（ECB）による積極的な金融引き締め姿勢を受けて、ユーロ相場は、月初に一時、対ドルで1.1ドルを回復。しかし、米国の1月雇用統計や1月生産者物価が事前予想を上回ると、米連邦準備理事会（FRB）による利上げ長期化観測が再度強まり、ユーロ安に転じました。

■ ユーロ相場への下押し圧力は限定的か

ユーロ圏景気への先行き期待の高まりから、域内景況感の改善は継続。域内景気の落ち込みは抑制され、高インフレが続く中、ECBは積極的な金融引き締め姿勢を維持し、引き続きユーロ相場を下支えするとみられます。加えて、エネルギー価格の下落に伴い、域内の経常収支は更に改善。一段のユーロ安を推し進める要因は限られ、ユーロ相場は底堅さを保つ見込みです。（吉永）

オーストラリア(豪)ドル

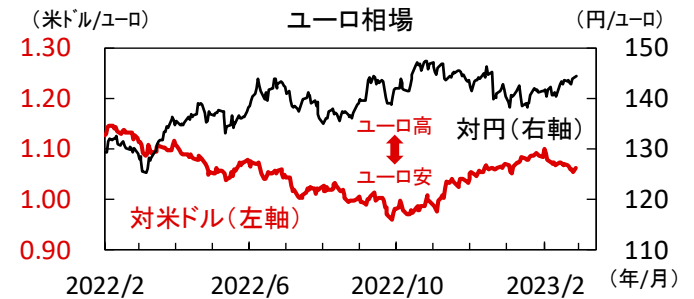
■ 米景気堅調で米ドルが強含むなか豪ドル軟調

2月（～27日）の豪ドルは対米ドルで▲4.5%と下落しました。1日の米FOMCはパウエルFRB議長が会見で利上げサイクル終了の時期を強く示唆した事で米ドルが下落し豪ドルは上昇。その後、3日の1月米雇用統計の強さを受けて米ドルが反転上昇すると豪ドルは下落。7日の豪中銀の利上げ後のタカ派的な姿勢を受けて一時豪ドル買いが優勢となるも、月末にかけ軟調地合いが続きました。

■ 世界経済の見通しが改善しても上値は重い

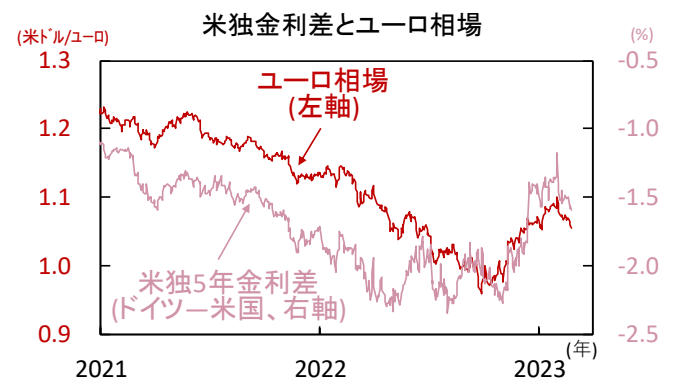
世界経済の楽観的な見通しは、資源価格の堅調さを通じて豪ドルを支えるとみられます。ただ、米FRBがインフレ抑制のため利上げを積極化するとの方見方も強まるため、市場のリスク回避姿勢が高まり豪ドルの上値は重くなる可能性があります。一方、対円では日銀新体制後も金融緩和政策が維持されるとの見方が広がるなか、円安・米ドル高方向に振れやすく、3%pt台前半の長期金利差を背景に豪ドルは堅調に推移する見通しです。（向吉）

【図3】米FRBによる利上げ長期化観測が再燃



注) 直近値は2023年2月27日時点。

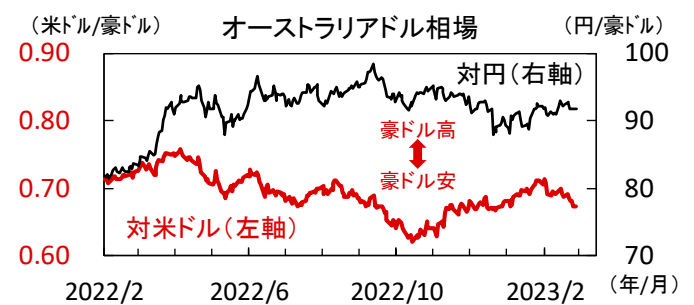
出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 直近値は2023年2月27日。

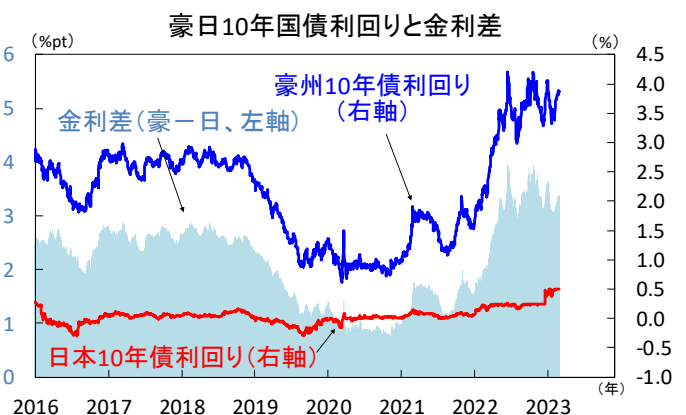
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

【図4】日銀政策修正期待高まるも豪日金利差は大きい



注) 直近値は2023年2月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 直近値は2023年2月27日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－為替

2023年3月



ニュージーランド(NZ)ドル

NZ中銀は0.50%ptの追加利上げを実施

2月(～27日)のNZドルは対米ドルで▲4.2%と下落しました。3日の1月米雇用統計の上ぶれを受けて米ドルが買われNZドルは軟調。下旬に米物価指標が予想比で上振れると一段と米ドル高・NZドル安が進みました。22日の金融政策決定会合で、NZ中銀は政策金利を0.50%pt引上げ(前回0.75%pt) 4.75%とし、追加引き締めを示唆しましたが、想定内でありNZドルへの影響は限定的でした。

内需の鈍化傾向から利上げ幅はさらに縮小も

インフレ率や賃金上昇率は依然として高く失業率は歴史的な低さにあるため、NZ中銀は金融環境をさらに引き締める必要があるとし、利上げ継続の方針を示しています。2月金融政策報告における政策金利見通しで最終到達点は5.50%と変更はありませんでした。他方、4月の次回会合で利上げ幅を0.25%ptへさらに縮小する事も想定され、すでに内需の鈍化傾向が表れている事から政策金利据え置きが早まる可能性もありそうです。(向吉)



インドルピー

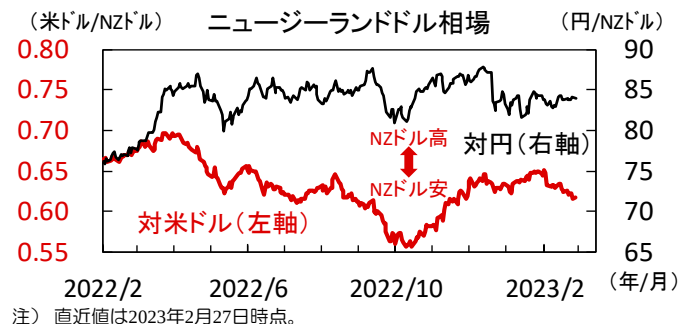
米ドル高基調下で相対的に堅調なルピー相場

ルピーは2月初から27日までに対米ドルで▲1.1%下落。米ドルが全面高となる中でも下げ幅は限定的でした。なお、これに先立つ昨年11月初から今年1月末までに多くの新興国通貨が対米ドルで上昇する一方でルピーは低迷。中国経済再開の恩恵が限定的であること、大手企業アダニ・グループの不正会計疑惑等から1月に37億ドルの資本が株式市場から流出したこと等が背景です。

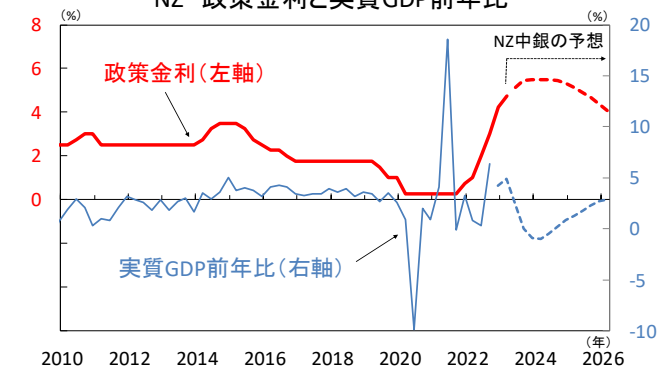
ルピーは当面、堅調に推移か

上記の期間に同国の外貨準備は457億ドル増加。当局は、昨年初以降のドル売り介入で減少した同準備を増強するためにドル買いを行った模様です。同国の経常収支は3月末にかけて季節的に改善。10-11月の祝祭日程の輸入増加からの反動によります。また、1月末までの相場低迷に伴って通貨の割高感も解消。外貨準備を増強した当局は今後ドル買いのペースを緩めるでしょう。3月末にかけてルピーは堅調に推移すると予想されます。(入村)

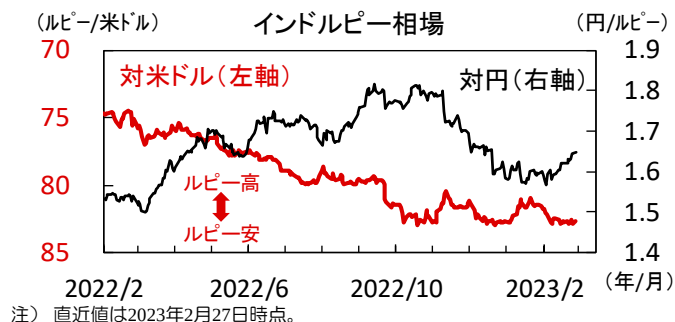
【図5】NZ中銀の政策金利の到達点見通しは変更なし



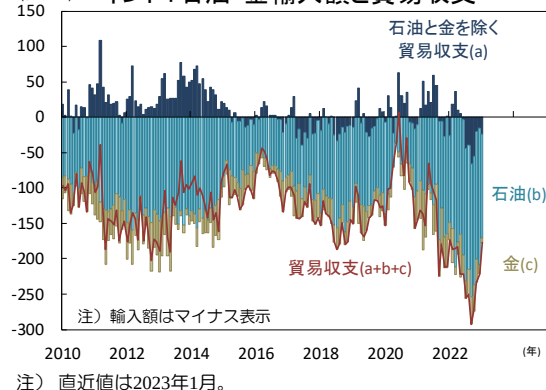
NZ 政策金利と実質GDP前年比



【図6】ルピーは2月に対米ドルで▲1.1%下落



インド: 石油・金輸入額と貿易収支



③ 市場見通しー為替

2023年3月

メキシコペソ

米ドル高の下、堅調に推移

ペソは2月初より27日にかけて対米ドルで+2.6%上昇。米国の強い雇用を受け米連邦準備理事会(FRB)への利上げ期待が再燃し米ドル高基調の中、米国との経済的な結びつきの強さに加え、連邦公開市場委員会(FOMC)で0.25%に利上げ幅縮小された一方で、メキシコ中銀は市場予想に反し0.50%の利上げを行い、米国の強さと金利差の両面からペソに買いが入り、堅調に推移しました。

次回も利上げ継続が見込まれる

1月の総合消費者物価は前年比+7.9%(昨年12月+7.8%)、コアは同+8.5%(同+8.3%)と再加速(図7下)、果物・野菜の価格上昇や、今年1月から最低賃金が前年比20%引き上げられたことを受けたサービス価格の再加速が物価を押し上げました。中銀はコアインフレの高止まりを引き続き警戒、次回会合で利上げ幅を0.25%に縮小、次々回で据え置きに転じるとみられます。ペソは高い実質金利の水準から、引き続き底堅く推移するとみまます。(松本)

ブラジルレアル

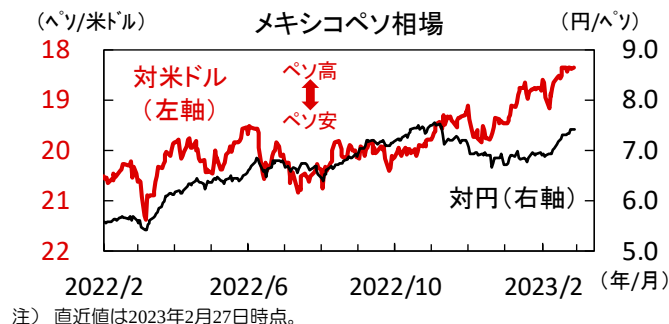
中銀と政府の対立が通貨下落の要因に

レアルは2月初より27日にかけて対米ドルで▲2.5%と下落しました。米ドル高基調の中、既に政策金利の引き上げを終え、4会合連続で政策金利を据え置いた同国の中央銀行と、高金利や物価目標の低さを批判したルラ大統領との対立が意識され月初に下落、その後は相対的に高い実質金利と、高金利を継続しようとする中銀の姿勢から通貨は支えられ、横ばいに推移しました。

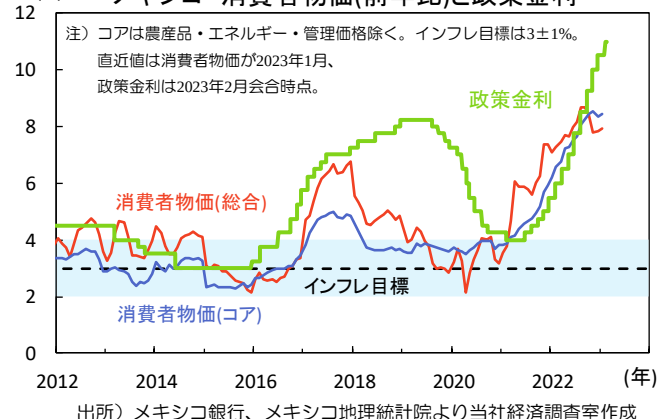
政府による金利低下圧力が通貨の重しに

1月の総合消費者物価は前年比+5.8%(昨年12月+5.8%)とほぼ横ばい、急速な物価の鈍化は一服しています(図8下)。中銀の政策会合の声明でルラ政権下での拡張的な財政政策やインフレ期待の上昇への警戒が示され、政策金利を想定より長い期間据え置くことを想定し始めているとみられ、政策金利の引き下げに転じるのは9月以降になるとみまます。今後もルラ政権による金利低下圧力は継続するとみられ、レアルの上値は重いとみまます。(松本)

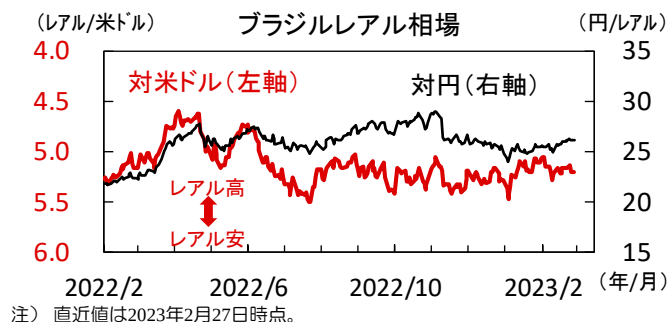
【図7】2月にペソは対米ドルで+2.6%



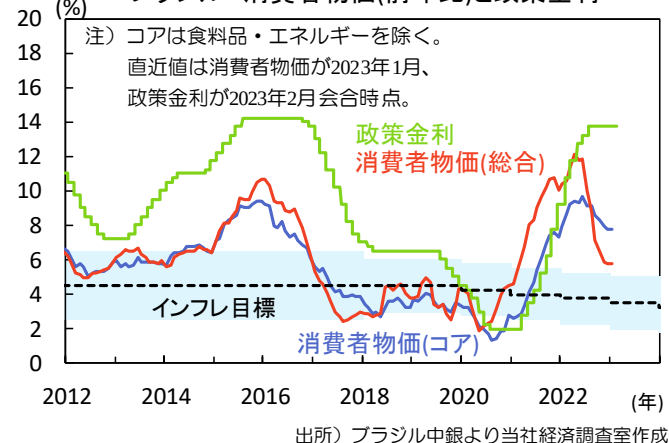
メキシコ 消費者物価(前年比)と政策金利



【図8】2月にレアルは対米ドルで▲2.5%



ブラジル 消費者物価(前年比)と政策金利



③ 市場見通しーリート

2023年3月

日本

日銀次期総裁を巡る思惑に左右される展開

2月(～27日)の東証REIT指数は+1.1%と上昇しました。月前半は米利上げ長期化観測や日銀総裁後任を巡る思惑が重しとなり軟調でした。14日に政府は元日銀審議委員の植田和男氏を次期総裁候補に指名し、雨宮現副総裁を有力視していた市場は金融緩和修正への警戒を強めました。月後半は衆議院の所信聴取で植田氏が現行の金融緩和継続が適切と述べた事等が反発しました。

金融政策の不透明感やオフィス市況が重し

当面は上値の重い展開を予想します。4月以降の日銀新体制での金融緩和修正への懸念が残存しているほか、主要セクターのオフィスもさえない動きが続いているためです。1月の東京都心5区オフィスの平均賃料は30カ月連続下落となり、今年はビル新規供給増加に伴う空室率高止まりが見込まれます。この点、5月に予定される感染症法の分類引き下げで経済活動の正常化が見込まれるなか、オフィス需要が持ち直すか注目されます。(田村)

米国

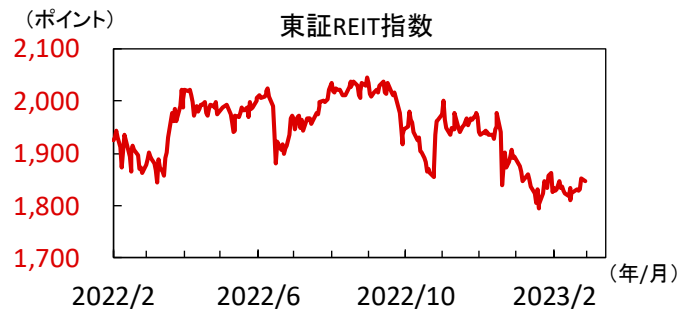
米長期金利上昇が重し

2月(～27日)のS&P米国リート指数は▲4.5%と下落し、S&P500のパフォーマンスを下回りました。セクター別ではオフィスやホテル・リゾート、ヘルスケアを中心に軒並み軟調でした。1月の米景気指標は底堅い景気とインフレ再加速の兆しがうかがえる結果となり、市場では米利上げ長期化観測が広がりました。米長期金利が4%に接近し、米金利上昇がリート価格の重しとなりました。

不透明なインフレを巡るデータ注視の展開か

当面は上値の重い展開を予想します。市場では米インフレ高止まり懸念で年内利下げ期待がはく落、FF金利先物は今年末5.25%近辺まで織り込む状況です。3月連邦公開市場委員会(FOMC)では政策金利見通しやインフレ認識が焦点で、想定を上回るタカ派的見通しが示されればリート価格の重しとなりえます。不透明なインフレ動向を探るデータ注視の展開が続きそうです。(田村)

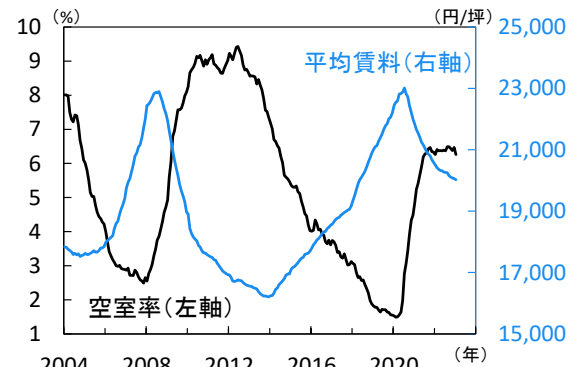
【図1】オフィス平均賃料は30カ月連続下落



注) 直近値は2023年2月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

日本 東京都心5区オフィスの空室率、平均賃料



注) 直近値は2023年1月。対象地区は千代田・中央・港・新宿・渋谷区。

出所) 三鬼商事より当社経済調査室作成

【図2】リートは米長期金利上昇で軟調



注) 直近値は2023年2月27日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

米国リート 相対価格と10年国債利回り



注) 直近値は2023年2月27日時点。S&P USリート、S&P500はトータルリターンインデックスを使用。相対価格は各指数を2011年末=100で指数化し算出。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－原油

2023年3月

原油

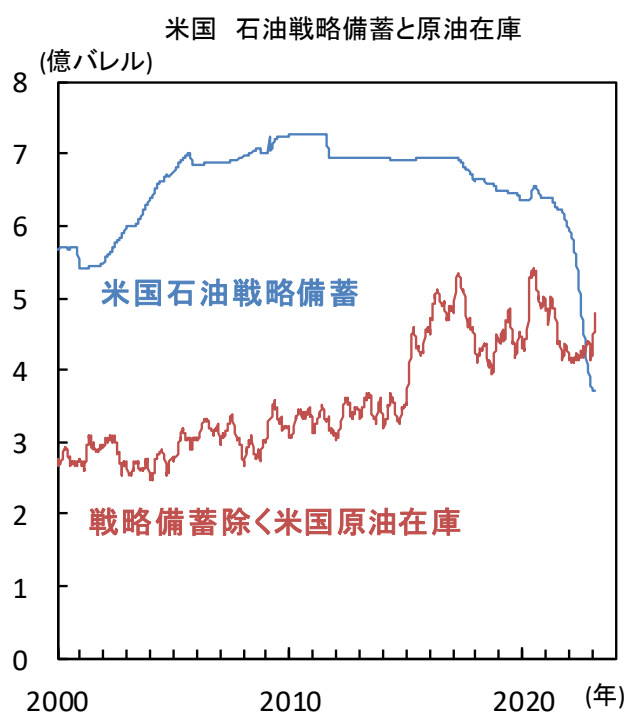
2月の原油価格は一進一退で推移

2月の原油価格(WTI先物)は1バレル70～80米ドルで推移しました。月初より米国の強い雇用統計を受けて金融引き締め長期化が見込まれたことや、同国の原油在庫の増加を受け原油価格は下落。その後、中国景気回復期待を受けた需要増加の見込み、日米欧のロシア産原油の価格上限設定に対抗しロシアが減産や輸出削減を公表したことを受け上昇した後、米欧の利上げ長期化が見込まれ、需要減退が警戒されて価格は下落しました。

中国景気回復期待から原油価格は上昇へ

米国の原油在庫は足元回復していますが、石油戦略備蓄は依然低水準です(図2)。原油在庫の回復は昨年冬の寒波による製油所の一部機器の凍結を受けた原油投入量の減少によるもので(図3)、復旧が進めば在庫の増加は一服するとみられます。原油価格の下値めどは戦略備蓄の積み増しが行われる70米ドル近辺とみられます。原油価格は当面横ばいで推移、年末にかけ中国等の景気回復期待から1バレル90米ドル程度に上昇するとみま。 (松本)

【図2】原油在庫は大幅回復も戦略備蓄は積み増されず



注) 直近値は2023年2月23日。

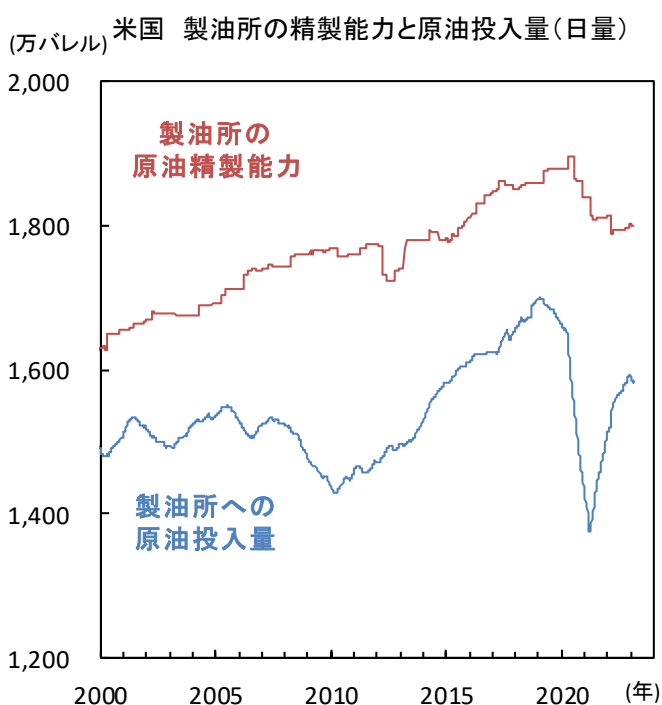
出所) 米EIA、Refinitivより当社経済調査室作成

【図1】昨年末より引き続き70～80米ドルで推移



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

【図3】寒波により製油所への原油投入量減少



注) 直近値は2022年1月13日。

出所) 米EIA、Refinitivより当社経済調査室作成

④ 市場データ一覧

2023年3月

注) 直近値は2023年2月27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)	27,423.96	27,327.11	0.35	米ドル		136.20	130.09	4.70
	TOPIX	1,992.78	1,975.27	0.89	ユーロ		144.47	141.30	2.24
米国	NYダウ (米ドル)	32,889.09	34,086.04	▲ 3.51	英ポンド		164.28	160.27	2.50
	S&P500	3,982.24	4,076.60	▲ 2.31	カナダドル		100.30	97.76	2.60
	ナスダック総合指数	11,466.98	11,584.55	▲ 1.01	オーストラリアドル		91.72	91.77	▲ 0.05
欧州	ストックス・ヨーロッパ600	462.58	453.21	2.07	ニュージーランドドル		83.98	83.76	0.26
ドイツ	DAX® 指数	15,381.43	15,128.27	1.67	中国人民元		19.606	19.258	1.81
英国	FTSE100指数	7,935.11	7,771.70	2.10	インドルピー		1.6477	1.5904	3.60
オーストラリア	S&P/ASX200指数	7,224.80	7,476.70	▲ 3.37	インドネシアルピア (100ルピア)		0.8917	0.8676	2.78
香港	ハンセン指数	19,943.51	21,842.33	▲ 8.69	タイバーツ		3.8892	3.9589	▲ 1.76
中国	上海総合指数	3,258.03	3,255.67	0.07	マレーシアリンギ		30.395	30.477	▲ 0.27
インド	S&P BSE SENSEX指数	59,288.35	59,549.90	▲ 0.44	ブラジルレアル		26.184	25.639	2.13
ブラジル	ボベスパ指数	105,711.05	113,430.54	▲ 6.81	メキシコペソ		7.411	6.901	7.40
先進国	MSCI WORLD	2,721.63	2,785.00	▲ 2.28	南アフリカランド		7.394	7.473	▲ 1.05
新興国	MSCI EM	967.25	1,031.50	▲ 6.23	トルコリラ		7.21	6.91	4.30
新興アジア	MSCI EM ASIA	522.02	558.15	▲ 6.47	ロシアルーブル		1.8177	1.8426	▲ 1.35

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	0.502	0.490	0.012	米国	FF目標金利	4.75	4.50	0.25
米国	10年物	3.922	3.511	0.411	ユーロ圏	リファイナンスレート	3.00	2.50	0.50
ドイツ	10年物	2.587	2.280	0.307	英国	バンクレート	4.00	3.50	0.50
英国	10年物	3.810	3.334	0.476	カナダ	オーバーナイト・レート	4.50	4.50	0.00
カナダ	10年物	3.394	2.918	0.476	オーストラリア	キャッシュレート	3.35	3.10	0.25
オーストラリア	10年物	3.890	3.529	0.361	ニュージーランド	キャッシュレート	4.75	4.25	0.50
ニュージーランド	10年物	4.673	4.195	0.478	中国	1年物優遇貸付金利	3.65	3.65	0.00
インド	10年物	7.448	7.343	0.105	インド	レポレート	6.50	6.25	0.25
インドネシア	10年物	6.841	6.706	0.135	インドネシア	7日物リバース・レポ金利	5.75	5.75	0.00
ブラジル	10年物	13.360	13.070	0.290	ブラジル	SELIC金利誘導目標	13.75	13.75	0.00
メキシコ	10年物	9.269	8.670	0.599	メキシコ	オーバーナイト・レート	11.00	10.50	0.50
南アフリカ	10年物	10.065	9.675	0.390	南アフリカ	レポレート	7.25	7.25	0.00
トルコ	10年物	10.270	10.520	▲ 0.250	トルコ	1週間物レポ金利	8.50	9.00	▲ 0.50
ロシア	10年物	11.010	10.580	0.430	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	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	1,846.58	1,826.84	1.08	原油	WTI先物 (米ドル)	75.68	78.87	▲ 4.04
米国	S&P米国REIT指数	1,566.40	1,639.42	▲ 4.45	金	COMEX先物 (米ドル)	1,824.90	1,936.60	▲ 5.77
欧州	S&P欧州REIT指数	770.60	766.35	0.55	工業用金属	ブルームバーグ商品指数	160.61	178.03	▲ 9.79
オーストラリア	S&P豪州REIT指数	954.84	970.18	▲ 1.58	穀物	ブルームバーグ商品指数	46.40	48.46	▲ 4.25

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

⑤ 主要金融資産のパフォーマンス

2023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：2023年2月27日

			現地通貨ベース			米ドルベース			円換算ベース			
			1ヵ月	3ヵ月	1年	1ヵ月	3ヵ月	1年	1ヵ月	3ヵ月	1年	年初来
株式	国・地域別	日本	0.0	▲ 1.6	8.0				0.0	▲ 1.6	8.0	5.4
		海外先進国	▲ 1.3	1.0	▲ 5.0	▲ 2.0	1.1	▲ 6.6	2.9	▲ 1.0	11.3	8.9
		米国	▲ 2.0	▲ 0.4	▲ 8.4	▲ 2.0	▲ 0.4	▲ 8.4	2.9	▲ 2.6	9.5	8.2
		ユーロ圏	1.5	7.5	6.8	▲ 0.7	9.5	0.7	4.1	7.4	18.6	14.8
		新興国	▲ 6.1	2.9	▲ 9.4	▲ 7.9	3.2	▲ 14.7	▲ 3.1	1.1	3.2	5.1
	業種別	IT(情報技術)	▲ 0.2	2.3	▲ 12.2	▲ 0.5	2.5	▲ 13.1	4.3	0.4	4.7	14.0
		エネルギー	▲ 4.4	▲ 5.4	21.3	▲ 5.3	▲ 5.6	17.2	▲ 0.4	▲ 7.7	35.0	2.6
		素材	▲ 4.0	0.8	▲ 2.7	▲ 5.8	1.0	▲ 7.3	▲ 0.9	▲ 1.2	10.6	7.6
		ヘルスケア	▲ 2.6	▲ 4.6	▲ 1.0	▲ 3.3	▲ 4.3	▲ 2.9	1.6	▲ 6.5	14.9	▲ 0.2
		金融	▲ 0.9	3.1	▲ 3.0	▲ 2.1	3.2	▲ 6.1	2.8	1.1	11.7	10.0
リート		先進国				▲ 4.2	1.8	▲ 13.6	0.6	▲ 0.4	4.3	8.6
		日本	0.5	▲ 4.5	2.9				0.5	▲ 4.5	2.9	▲ 1.5
		米国	▲ 3.8	1.5	▲ 12.8	▲ 3.8	1.5	▲ 12.8	1.0	▲ 0.7	5.1	9.5
		新興国				▲ 3.3	2.6	1.1	1.5	0.4	19.0	4.6
国債	円ヘッジなし	日本	0.8	▲ 1.4	▲ 4.9				0.8	▲ 1.4	▲ 4.9	0.6
		海外先進国	▲ 2.2	▲ 1.8	▲ 11.6	▲ 3.4	▲ 1.2	▲ 14.6	1.5	▲ 3.3	3.3	3.9
		米国	▲ 2.2	▲ 0.3	▲ 9.2	▲ 2.2	▲ 0.3	▲ 9.2	2.6	▲ 2.4	8.6	4.1
		ユーロ圏	▲ 2.3	▲ 4.0	▲ 15.2	▲ 4.4	▲ 2.2	▲ 20.1	0.4	▲ 4.3	▲ 2.2	3.7
		オーストラリア	▲ 1.9	▲ 1.0	▲ 8.1	▲ 7.0	▲ 1.3	▲ 14.4	▲ 2.1	▲ 3.5	3.5	4.5
		新興国(現地通貨)				▲ 3.5	4.0	▲ 10.2	1.4	1.8	7.6	5.0
		新興国(米ドル)				▲ 2.6	2.2	▲ 10.3	2.2	0.1	7.6	4.9
	円ヘッジあり	海外先進国							▲ 2.2	▲ 2.6	▲ 12.7	▲ 0.3
		新興国(米ドル)							▲ 3.1	0.8	▲ 14.3	0.2
物価連動国債		先進国				▲ 3.8	▲ 2.4	▲ 19.3	1.0	▲ 4.6	▲ 1.4	3.6
		新興国				▲ 0.7	5.7	5.0	4.1	3.5	22.8	7.1
社債	投資適格	先進国				▲ 3.0	0.8	▲ 11.1	1.8	▲ 1.3	6.8	4.5
		日本	0.1	▲ 0.6	▲ 1.7				0.1	▲ 0.6	▲ 1.7	0.3
		米国	▲ 2.8	0.8	▲ 9.2	▲ 2.8	0.8	▲ 9.2	2.1	▲ 1.4	8.7	4.7
		欧州	▲ 1.3	▲ 0.5	▲ 9.1	▲ 3.5	1.4	▲ 14.3	1.0	▲ 0.5	1.8	4.0
		新興国(米ドル)				▲ 1.5	2.6	▲ 8.5	3.4	0.4	9.3	4.8
	ハイ・イールド	先進国				▲ 1.8	3.1	▲ 6.9	3.1	0.9	11.0	6.3
		米国	▲ 1.4	1.8	▲ 5.4	▲ 1.4	1.8	▲ 5.4	3.4	▲ 0.4	12.5	6.3
		欧州	0.1	2.5	▲ 3.7	▲ 2.1	4.4	▲ 9.3	2.4	2.4	7.2	6.2
		新興国(米ドル)				▲ 2.0	7.0	▲ 5.1	2.9	4.8	12.8	6.0
転換社債		先進国				▲ 2.1	2.3	▲ 7.8	2.8	0.2	10.0	6.9
		新興国				▲ 0.6	2.1	▲ 19.0	4.3	▲ 0.1	▲ 1.1	4.5
商品		総合				▲ 4.7	▲ 6.7	▲ 3.1	0.2	▲ 8.9	14.8	▲ 1.5
		金				▲ 5.8	3.5	▲ 3.9	▲ 1.0	1.3	13.9	3.7
		原油				▲ 4.9	▲ 0.3	▲ 4.7	▲ 0.0	▲ 2.5	13.1	▲ 1.6
他		MLP				▲ 1.6	2.4	23.1	3.3	0.3	41.0	9.8
		バンクローン				0.7	3.7	2.9	5.6	1.6	20.8	7.2

注）日本株式、日本リート、日本国債、円ヘッジあり海外先進国・新興国国債、日本社債は円ベース指数の期間内騰落率、それ以外は現地通貨建てまたは米ドル建て指数と米ドル円相場の同合計に基づく。算出は当社経済調査室。対象となるインデックスは以下の通り。

株式 日本: MSCI JAPAN、海外先進国: MSCI KOKUSAI、米国: MSCI USA、ユーロ圏: MSCI EMU、新興国: MSCI EM（全て配当込み）、業種別: MSCI WORLD

リート 先進国・日本・米国: S&P先進国（または日本・米国）REIT指数、新興国: S&P新興国REIT指数（全て配当込み）

国債（円ヘッジなし） 日本・米国・ユーロ圏・オーストラリア: FTSE世界国債インデックス（国・地域別）、海外先進国: FTSE世界国債インデックス（除く日本）、

新興国（現地通貨建て）: J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、新興国（米ドル建て）: J.P. Morgan EMBI Global Diversified

国債（円ヘッジあり） 海外先進国: FTSE世界国債インデックス（除く日本、円ヘッジ・円ベース）、新興国: J.P. Morgan EMBI Global Diversified（円ヘッジベース）

物価連動国債 先進国: ブルームバーク・パークレイズ世界物価連動国債インデックス、新興国: ブルームバーク・パークレイズ新興国物価連動国債インデックス

社債（投資適格） 先進国: ICE BofAML Global Corporate Index、日本: ICE BofAML Japan Corporate Index、米国: ICE BofAML US Corporate Index、

欧州: Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index、新興国: J.P. Morgan CEMBI Broad High Grade Index

社債（ハイ・イールド） 先進国: ICE BofAML Global High Yield Index、米国: ICE BofAML US High Yield Index、

欧州: Bloomberg Barclays Euro High Yield Total Return Index、新興国: J.P. Morgan CEMBI Broad High Yield Index

転換社債 先進国: ICE BofAML Developed Markets Global 300 Convertible Index、新興国: ICE BofAML Emerging Markets Global 300 Convertible Index

商品・金・原油: ブルームバーク商品（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

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

⑥ 主要な政治・経済日程

2023年3月

● 2023年3月の主要経済指標と政治スケジュール

月	火	水	木	金
2/27	28	3/1	2	3
(米) 1月 中古住宅販売 仮契約指数 (米) 1月 耐久財受注(速報) (米) 1月 製造業受注(速報) (欧) 1月 マネーサプライ (M3) (欧) 2月 ユーロ圏景況感指数	(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) 12月 S&P370ｼﾞﾝｸﾞ/ケース・シャー住宅価格指数 (米) 2月 シカゴ購買部協会 景気指数 (米) 2月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード)	(日) 2月 新車販売台数 (米) 1月 建設支出 (米) 2月 ISM製造業景気指数 (独) 2月 失業者数 (豪) 10-12月期 実質GDP (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)	(日) 2月 マネタリーベース (日) 2月 消費者態度指数 (欧) 1月 失業率 (豪) 1月 住宅建設許可件数 (伯) 10-12月期 実質GDP	(日) 1月 労働関連統計 (米) 2月 ISMサービス業景気指数 (欧) 2月 サービス業PMI(速報) (独) 1月 貿易統計 (仏) 1月 鉱工業生産
6	7	8	9	10
(米) 12月 製造業受注(確報) (欧) 3月 Sentix投資家信頼感指数 (英) 2月 新車登録台数	(日) 1月 毎月勤労統計 (米) 1月 卸売在庫 (確報) (独) 1月 製造業受注 (豪) 金融政策決定会合 (中) 2月 貿易統計	(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 ADP雇用統計 (米) 1月 貿易収支 (欧) 10-12月期 実質GDP(確報) (独) 1月 鉱工業生産 (加) 金融政策決定会合	(日) 2月 マネーストック (日) 10-12月期 実質GDP(確報) (日) 2月 工作機械受注 (日) 日銀金融政策 決定会合(～10日) (英) 2月 RICS住宅価格 (中) 2月 生産者物価 (中) 2月 消費者物価	(日) 1月 家計調査 (日) 2月 国内企業物価 (日) 黒田日銀総裁定例記者会見 (米) 2月 労働省雇用統計 (米) 2月 月次財政収支 (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)
13	14	15	16	17
	(米) 2月 NFIB中小企業楽観指数 (米) 2月 消費者物価 (伊) 1月 鉱工業生産 (英) 1月 失業率 (ILO基準) (豪) 3月 消費者信頼感指数 (豪) 2月 NAB企業景況感指数	(米) 3月 ニューヨーク連銀 製造業景気指数 (米) 2月 小売売上高 (米) 2月 生産者物価 (米) 3月 NAHB住宅市場指数 (欧) 1月 鉱工業生産 (中) 2月 鉱工業生産 (中) 2月 小売売上高 (中) 2月 都市部固定資産投資	(日) 1月 機械受注 (日) 2月 貿易統計 (米) 2月 輸出入物価 (米) 2月 住宅着工・許可件数 (欧) 欧州中央銀行(ECB)理事会 (欧) ラガルドECB総裁記者会見 (豪) 2月 雇用統計	(日) 1月 第3次産業活動指数 (米) 2月 鉱工業生産 (米) 2月 景気先行指数 (米) 3月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(速報)
20	21	22	23	24
	(米) 2月 中古住宅販売件数 (米) 連邦公開市場委員会 (FOMC、～22日) (欧) 3月 ZEW景況感指数 (独) 3月 ZEW景況感指数	(米) バウエルFRB議長記者会見 (英) 2月 消費者物価 (英) 2月 生産者物価 (豪) 2月 景気先行指数	(欧) 3月 消費者信頼感指数 (欧) EU首脳会議(～24日) (英) 金融政策委員会(MPC)	(日) 2月 消費者物価 (全国) (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 サービス業PMI(速報) (英) 2月 小売売上高 (英) 3月 Gfk消費者信頼感指数
27	28	29	30	31
(日) 2月 企業向けサービス価格 (欧) 2月 マネーサプライ (M3) (独) 3月 ifo景況感指数	(米) 2月 卸売在庫 (速報) (米) 1月 S&P370ｼﾞﾝｸﾞ/ケース・シャー住宅価格指数 (米) 3月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード)	(米) 2月 中古住宅販売 仮契約指数 (独) 4月 Gfk消費者信頼感指数	(米) 10-12月期 実質GDP(確報) (欧) 3月 ユーロ圏景況感指数 (伯) 1月 鉱工業生産 (欧) 2月 失業率 (独) 3月 失業者数 (英) 10-12月期 実質GDP(確報) (中) 3月 製造業PMI (政府) (中) 3月 非製造業PMI (政府)	(日) 2月 労働関連統計 (日) 2月 鉱工業生産 (速報) (日) 2月 小売売上高 (米) 2月 個人所得・消費 (米) 2月 新築住宅販売件数 (米) 3月 シカゴ購買部協会 景気指数 (米) 3月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(確報)

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：2023年2月28日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性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、知的所有権、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REIT指数に関する知的財産権その他一切の権利は株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社に帰属します。
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、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 © 2023 J.P. Morgan Chase & Co. 無断複製・転載を禁じます。
ブルームバーグ（BLOOMBERG）は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー（Bloomberg Finance L.P.）の商標およびサービスマークです。
バークレイズ（BARCLAYS）は、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシー（Barclays Bank Plc）の商標および
サービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブ
ルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックス（BLOOMBERG BARCLAYS INDICES）に対する一切の独占的
権利を有しています。
ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity 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