

2022年 秋号

グローバル時代の投資戦略

安定成長と低インフレの時代は終わったのか

三菱UFJ国際投信

# Introduction

## I. インフレ抑制のために利上げを急ぐ中央銀行が景気後退を招くのか

物価の上昇に歯止めがかからない中、主要国の中央銀行は相次いで金融引締めを加速させることを決定。急速な引締めに伴って景気が後退するのではないかと懸念が高まっています。昨年春に物価が上昇を始めた時、米当局者は一時的な上昇であり金融緩和の解除を急ぐ必要はないと判断。コロナ感染に伴う供給制約の発生や感染収束に伴う経済活動再開がもたらした需要の急回復の影響は時間が経つにつれて解消し、物価は沈静化すると思われました。しかし、予想に反してその後も物価上昇率は加速しました。ロシアがウクライナに侵攻し主要先進国が対ロシア制裁を発動した影響もあり、一次産品の国際価格が上昇。原油や天然ガスに加え工業用金属や農作物の価格も高騰し、世界的なインフレ率の上昇を招きました。

物価の高進が止まらず家計の期待インフレ率が上昇することも懸念される中、当局は、金融引締めを急ぎました。昨年11月末、パウエル米FRB議長は高インフレは「一時的」という表現を撤回し、量的緩和縮小を急ぐ方針を表明。緩和縮小を今年3月に終わると直ちに利上げを始め、6月には利上げ幅を0.75%ptに上げました。インフレ抑制で後手に回った中央銀行が、利上げを急ぐあまりに景気を腰折れさせるのか。経済運営の拙い新興国でしか起こり得ないと思われた政策運営の失敗が米国で起ころうとしていることに金融市場は動揺しました。

## II. 安定成長と低インフレの時代は終わったのか

止まらない物価の上昇を受けて、過去数十年続いた低インフレ時代が終わったとの懸念も浮上。足元のインフレはやがて沈静化するものの、その後のインフレ率はコロナ感染前の水準までは下がらないという見方です。低インフレの定着は、(a)グローバル化の進展、(b)期待インフレ率の低下、(c)財政の健全化等によって実現しました。(a)グローバル化は貿易・投資の自由化や通信輸送コストの低下によって進展。1989年の冷戦終結(東西市場の統合)や2000年の中国によるWTO加盟もその動きを加速させました。1990年代より世界の貿易量が実質GDPを上回る速度で伸び、米国の輸入浸透度(総輸入/GDP)も上昇。同国の物価上昇率を押下げました。(b)主要国の中央銀行は、期待インフレ率を重視した政策運営を行いこれを安定的に低下させることに成功。(c)主要国の財政健全化は、冷戦の終結による米国防衛支出負担の低下(平和の配当)やユーロ加盟のために欧州諸国が取組んだ財政健全化等によります。

しかし、これらによるインフレの低下は既に終わったとみられます。(a)世界の貿易量のGDP比の上昇は近年停滞。米中通商対立やコロナ感染や対ロシア制裁はグローバル化の後退を招くでしょう。(b)今回のインフレ抑制の失敗を受けて主要国の中央銀行の先見性や政策運営能力に対する信認は低下。(c)2008年の国際金融危機や2020年のコロナ危機に際して主要国は歳出を拡大させており、ロシア等を巡る軍事的緊張は国防支出の拡大を招くとみられます。

## III. 金融引締めの加速と景気後退への懸念は今後後退か

世界経済と金融市場は米国など主要国の金融引締めには耐えられるのか。これが当面の注目点です。足元の米個人消費は物価上昇という向かい風の下でも堅調。貯蓄超過と家計のバランスの健全さが消費の伸びを支えています。企業部門は需要の伸びに応じるために輸入を拡大するとともに生産能力を増強しており、投資と雇用の拡大が続く見込み。人手不足と賃金の上昇は省力化投資も促しています。金融緩和が縮小される中でも米景気は底堅い拡大を続け、今年通年のGDP成長率は+2.0%(昨年+5.6%)となる見込みです。一方、中国景気は不動産市況の悪化やコロナ感染の散発という逆風に直面。米金利が上昇する中で金融緩和の余地は限られるものの、インフラ投資の拡大にも支えられ景気は下げ止まる見込みです。

米株価は年初より軟調。米金融引締めに伴う実質金利の上昇や景気後退のリスクへの警戒感が相場を下押ししました。現在、主要国の当局は景気下振れより物価高騰のリスクを重視。しかし、一次産品の国際価格は既に反落しており、今後は主要国のインフレ率がピークを打つでしょう。景気鈍化の兆しが強まるとともに、当局は物価抑制最重視の姿勢を改めると予想されます。世界景気は鈍化しつつも緩やかな拡大を続ける見込みであり、金融引締めの加速と世界景気の後退への警戒感が和らぐにつれ相場は落ち着きを取り戻すと予想されます。

# Contents

## 1. 世界経済

インフレ沈静化まで我慢の展開

P3 – 10

## 2. 注目点

分断の危機を乗り越えられるか

P11 – 18

## 3. 日本経済

経済正常化への道のりはなお険しい

P19 – 24

## 4. 米国経済

景気後退は回避へ

P25 – 30

## 5. 欧州経済

意識されるスタグフレーションのリスク

P31 – 34

## 6. オーストラリア（豪州）経済

豪中銀は利上げに積極的な姿勢に

P35 – 36

## 7. 中国経済

不動産投資や家計消費の低迷からもたつく景気回復

P37 – 40

## 8. 新興国

物価高や米金融引締めという逆風に直面

P41 – 48

## 9. 為替相場

円安は行き過ぎか？

P49 – 54

## 10. 投資戦略

慌てず冷静な投資行動を

P55 – 65

# 1. 世界経済：インフレ沈静化まで我慢の展開

- ◆ 2020年春以降の世界経済は、新型コロナウイルス感染大流行に伴う記録的な景気後退から立ち直り、金融市場では米国主導で株高が持続、金利の水準訂正が進みました。ただし、2021年終盤から米国で金融緩和修正が進むなか、2022年にはウクライナ戦争が勃発、不透明感が増しました。
- ◆ 2023年に向け、新型コロナ感染収束に伴う経済の正常化もあり、世界的な景気回復は保たれると見ますが、金融市場ではウクライナ情勢と金融政策動向を横目に不安定な相場が続くとみます。

## ● インフレという向かい風のなか、景気拡大の勢いは鈍る見通し

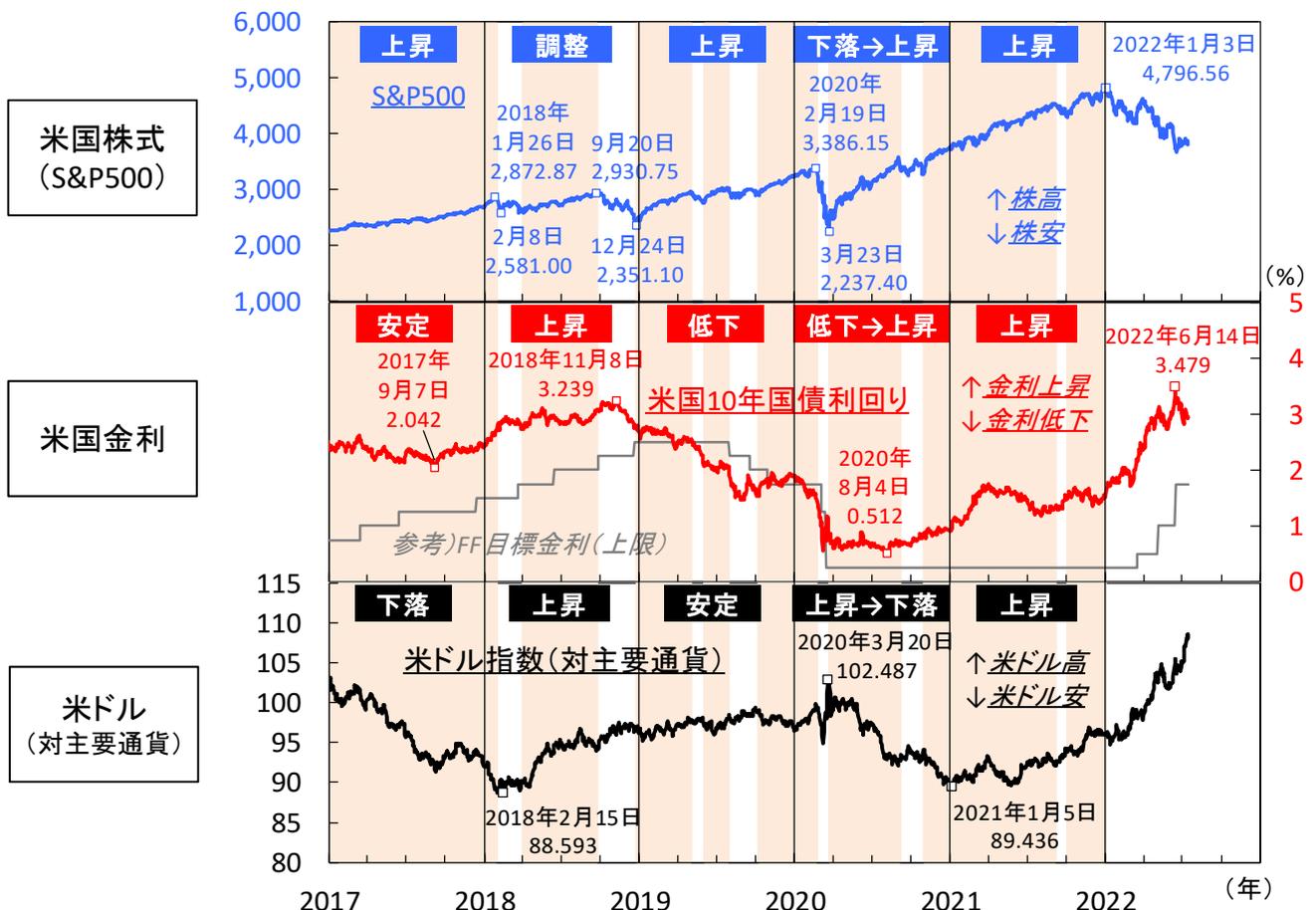
実質GDP(前年比、%)の実績と予測

	実績				予測			実績				推計		予測	
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2022年	2023年
世界	3.6	2.9	▲3.1	6.1	3.1	3.4	中国	6.8	6.0	2.2	8.1	3.5	5.5		
米国	2.9	2.3	▲3.4	5.7	2.0	1.8	インド	6.5	3.7	▲6.6	8.9	7.0	6.0		
ユーロ圏	1.8	1.6	▲6.4	5.3	2.6	1.2	インドネシア	5.2	5.0	▲2.1	3.7	5.2	5.0		
日本	0.6	▲0.2	▲4.5	1.6	1.7	1.5	ブラジル	1.8	1.2	▲3.9	4.6	1.0	1.0		
英国	1.7	1.7	▲9.3	7.4	3.1	0.5	メキシコ	2.2	▲0.2	▲8.2	4.8	1.8	2.0		
オーストラリア	2.8	2.0	▲2.2	4.7	4.0	2.8	ロシア	2.8	2.2	▲2.7	4.7	▲9.5	1.5		
							トルコ	3.0	0.9	1.8	11.0	3.5	3.0		
							南アフリカ	1.5	0.1	▲6.4	4.9	2.5	2.0		

注) 値は2018～2021年までが実績 (IMF集計)。推計・予測 (2022～2023年) は三菱UFJ国際投信。

出所) IMF (国際通貨基金) より三菱UFJ国際投信作成

2017-2022年 米国株式・金利および米ドル(■は株高局面)



注) 米ドルはICE (インターコンチネンタル取引所) のDollar Index (DXY、構成通貨はユーロ、円、英ポンド、カナダドル、スイスフラン、スウェーデンクローナ)。直近値はすべて2022年7月15日時点。

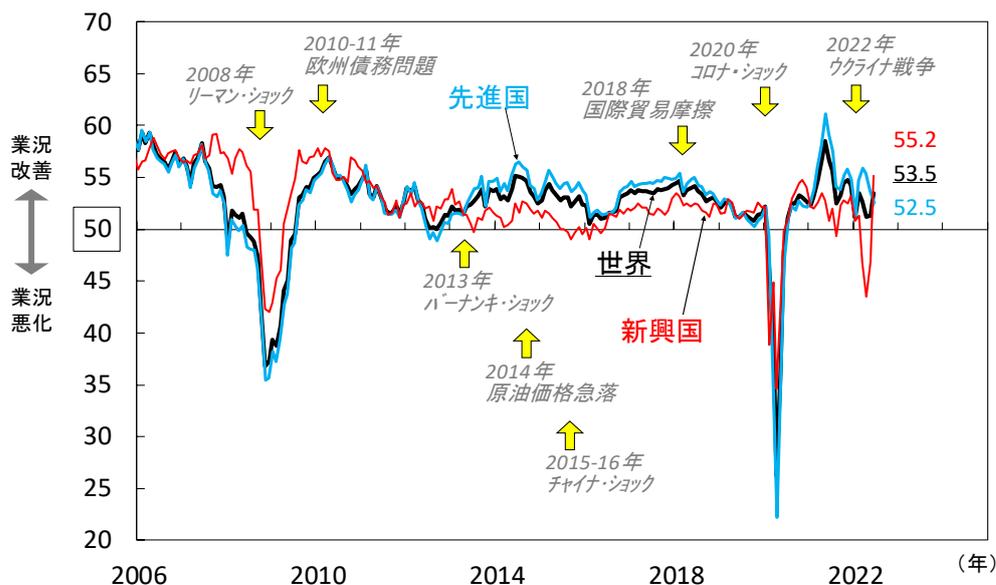
出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

## 世界経済をけん引していた米欧先進国に息切れ感も

- ◆ 世界では、主要国で新型コロナワクチン接種が普及したことで、各種活動制限の緩和が可能になり、業種では製造からサービス、国別では米国から他国へ景気回復のすそ野を広げました。ただし、2022年にウクライナ戦争が勃発、世界的なインフレに見舞われるなど新たな問題に直面しています。
- ◆ 米欧先進国はインフレ疲れの様相も見せるなど、景気は減速感を強めています。一方、中国は全国的な感染拡大後に導入された大都市の封鎖措置が一旦終了、足元復調の気配を見せています。

### ● 長引くインフレで、先進国の景気減速感が鮮明に

地域別 総合PMI(製造業+サービス業)



注) マークイットPMIに基づく。直近値は2022年6月時点。

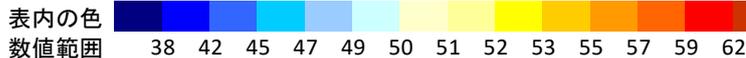
出所) マークイット、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

### ● 米欧先進国の勢いに陰り見えるなか、中国復調の兆しは朗報

主要国 製造業・サービス業PMI

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	
製造業	日本	Blue	Blue	Yellow												
	米国	Blue	Blue	Yellow												
	ドイツ	Blue	Blue	Yellow												
	フランス	Blue	Blue	Yellow												
	イタリア	Blue	Blue	Yellow												
	英国	Blue	Blue	Yellow												
	オーストラリア	Blue	Blue	Yellow												
	中国	Yellow														
	インド	Yellow														
	ブラジル	Yellow														
ロシア	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	
サービス業	日本	Blue	Blue	Yellow												
	米国	Blue	Blue	Yellow												
	ドイツ	Blue	Blue	Yellow												
	フランス	Blue	Blue	Yellow												
	イタリア	Blue	Blue	Yellow												
	英国	Blue	Blue	Yellow												
	オーストラリア	Blue	Blue	Yellow												
	中国	Yellow														
	インド	Yellow														
	ブラジル	Yellow														
ロシア	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	

注) データのない期間は無色で表記。直近値は2022年6月時点。



出所) マークイット、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

## 長引くインフレ 背景①: 需給不均衡(供給不足)

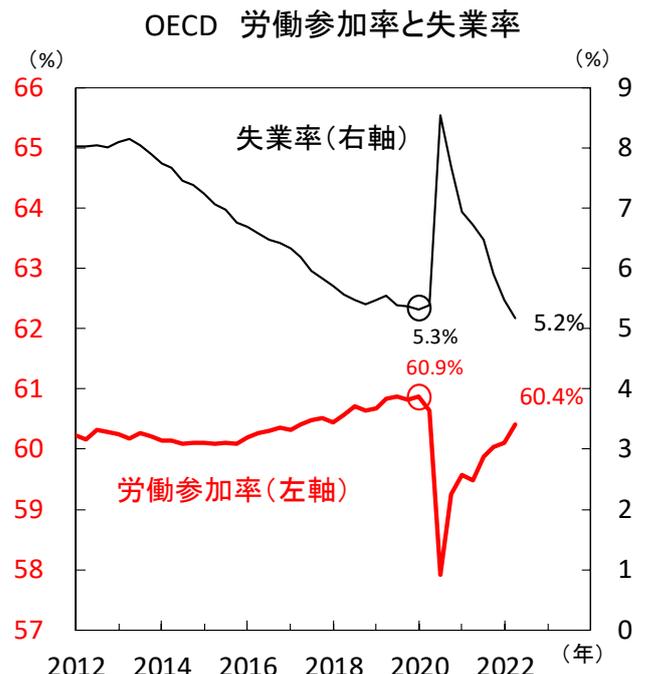
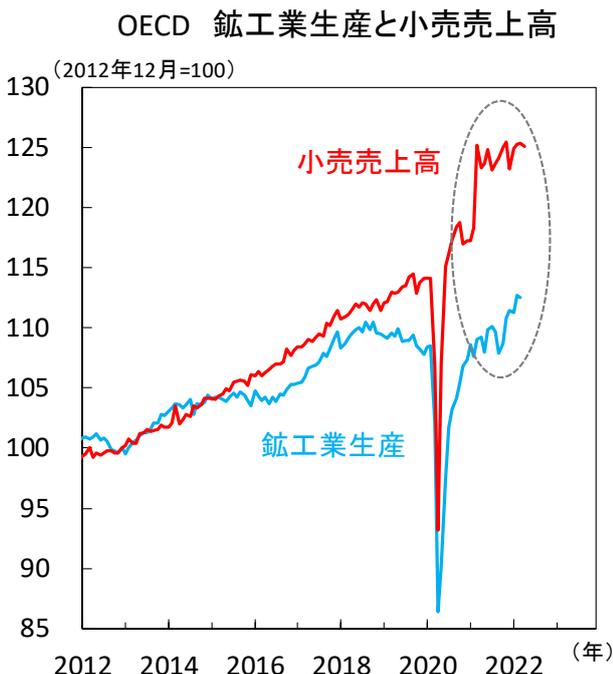
- ◆ 各国ともコロナ・ショック克服に向けた巨額の財政政策が奏功し、需要回復を実現させましたが、2021年からは、急増する需要に供給が追いつかない事態も発生、インフレが鮮明となりました。
- ◆ 労働需給ひっ迫もインフレに拍車をかけました。この悪影響は徐々に弱まるとみえますが、感染収束が遅れば労働者が安心して職場に戻れず人手不足が続き、企業が想定外の賃上げなどコスト高にさらされ、それを最終価格に転嫁する動きが強まればインフレが長期化する懸念もあります。

### ● 加速を続けるインフレ率



出所) OECD、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

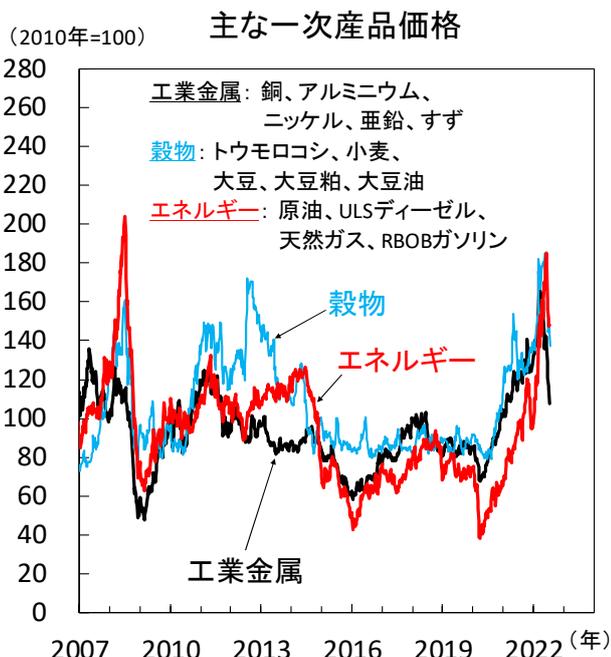
### ● 強すぎる需要に供給が追いつかず、企業は労働者確保に苦慮



## 背景②: 資源価格高騰

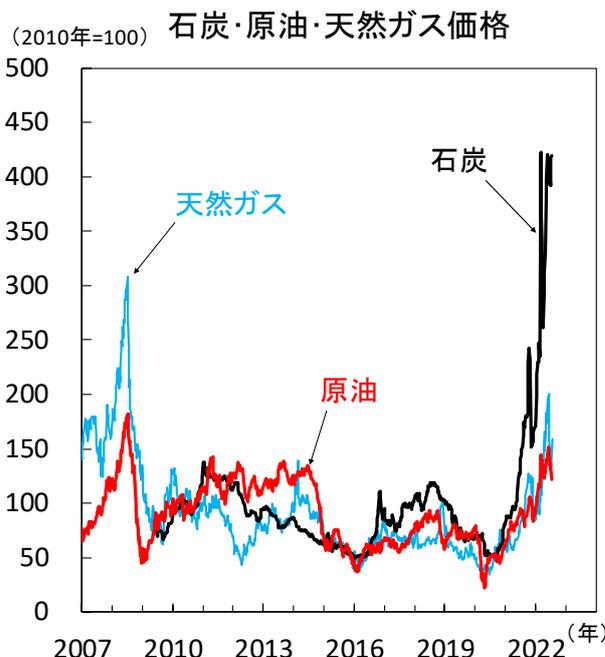
- ◆ ウクライナ戦争勃発による資源価格急騰も懸念材料です。特に、世界有数の穀倉地帯を有するウクライナ、穀物・エネルギー大国であるロシアからの供給が停滞するリスクが意識されています。
- ◆ 長期的な資源市場を見る上では、コロナ後を見据えた世界経済の潮流変化にも注視が必要です。世界的なデジタル化や脱炭素に向けたクリーンエネルギー推進に不可欠な基幹部品や先端技術を支える半導体、世界的な電気自動車(EV)開発競争で注目される鉱物資源の動向も要注意です。

### ● ウクライナ戦争勃発で拍車かかった資源高が一巡するかが鍵に



注) 工業金属・穀物・エネルギーはブルームバーグ商品指数のサブインデックス(米ドル)に基づく。指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は2022年7月15日時点。

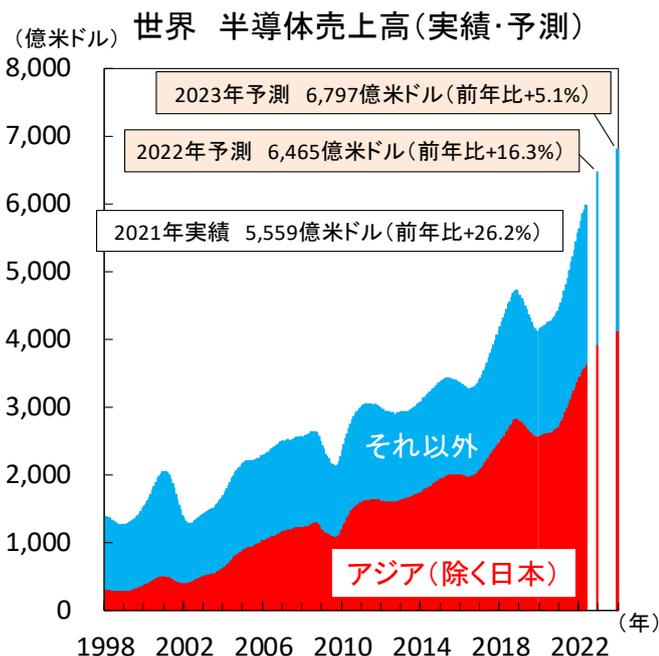
出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成



注) 原油はWTI先物、天然ガスはニューヨーク天然ガス先物、石炭は豪ニューカッスル港積み出しの先物価格。指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は2022年7月15日時点。

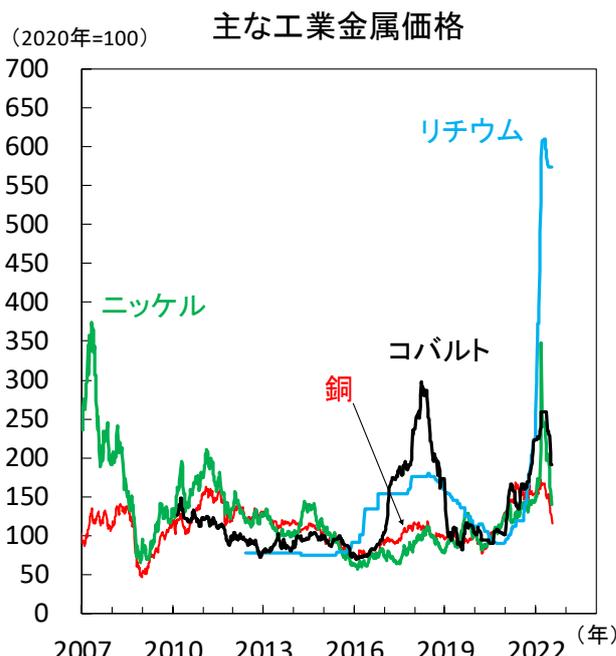
出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

### ● 長期的に堅調な需要が見込まれる半導体や希少金属



注) 12ヵ月累計ベース。実績の直近値は2022年5月時点。2022-2023年予測はWSTS(2022年春季予測)に基づく。

出所) 半導体工業会(SIA)、WSTS(世界半導体市場統計)より三菱UFJ国際投信作成



注) 銅、ニッケル、コバルトはLME(ロンドン金属取引所、米ドル)、リチウムはSMM(上海メタルズ・マーケット、バッテリー用、人民元)価格に基づく。指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は2022年7月15日時点。

出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

### 背景③: サプライチェーン(供給網) 混乱

- ◆ 世界は2021年終盤からオミクロン変異株発生を契機とした感染爆発に見舞われましたが、ワクチン普及に伴う重症化リスク軽減もあり、感染収束傾向は崩れませんでした。ただし再び新たな変異株(BA.5)が流行の兆しを見せるなど、感染の完全収束には程遠い現実を突きつけられています。
- ◆ 感染不安が残るため、企業は労働者を思うように確保できない状況にあります。中国など世界の生産・物流の一大拠地で厳格な行動制限が導入されれば、供給網の混乱につながりかねません。

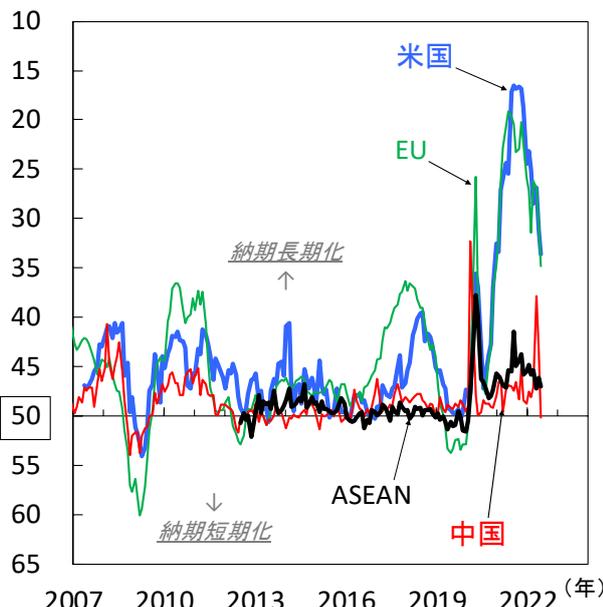
#### ● 新型コロナ感染収束は道半ば、感染不安はいまだ払拭できず



出所) WHO (世界保健機関)、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

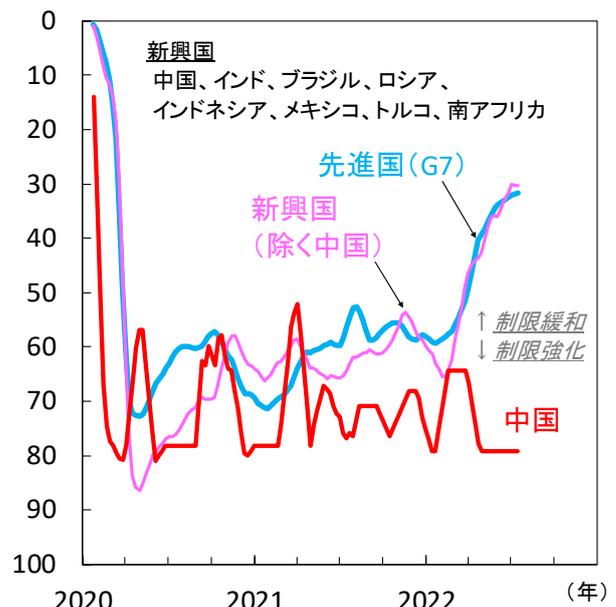
#### ● 納期遅延が常態化、中国のゼロコロナ政策も重石に

主要国 製造業サプライヤー納期指数



出所) マーケット、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

新型コロナ感染防止策の厳格化指数



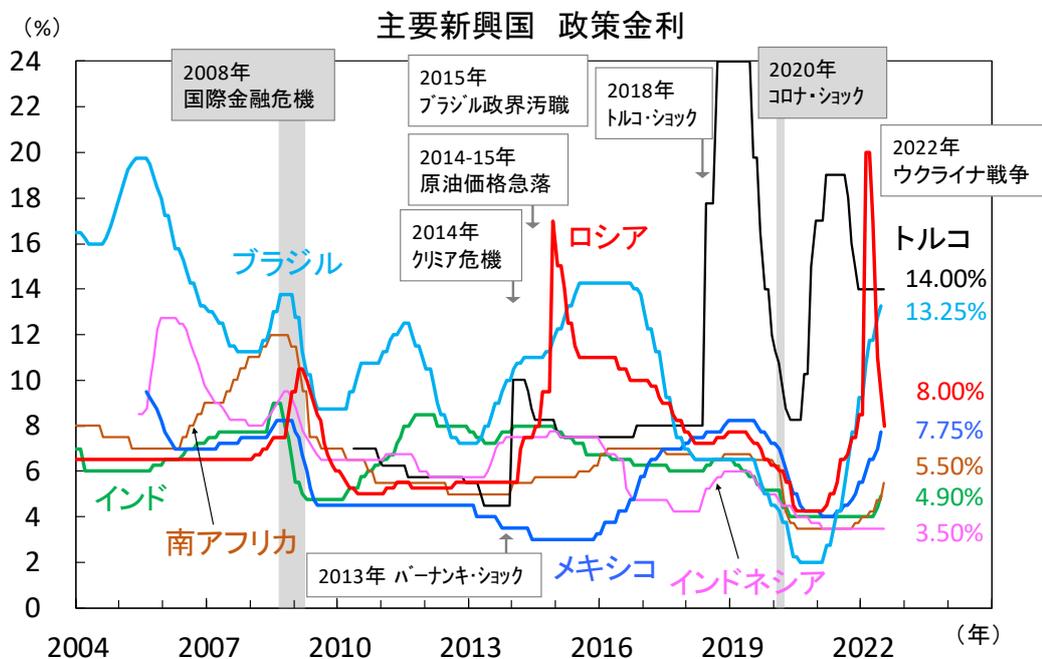
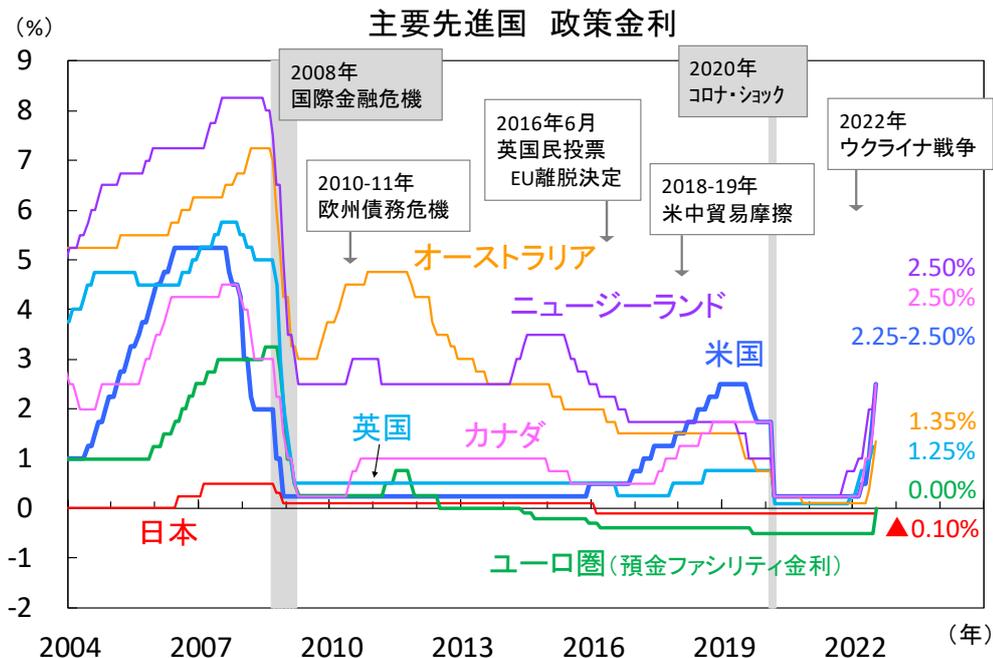
出所) オックスフォード大学、IMF、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成



## 中央銀行は金融引き締め姿勢を緩められず

- ◆ 世界では2021年から利上げの動きが広がりましたが、その目的は低金利是正からインフレ抑制へと変化しています。2022年からは米国も利上げを開始、世界同時利上げの様相を呈しています。
- ◆ ただし、一向にインフレが沈静化せず、危機感を募らせた中央銀行は通例0.25%毎とされる利上げ速度を大幅に引き上げ、金利が中立水準（景気を加速も減速もさせない金利水準）を超えることもいとわない姿勢です。景気減速を覚悟の上で、まずはインフレを抑えることに躍起となっています。

### ● 高すぎるインフレ率を前に、大幅かつ急速な利上げが常態化



注) 米国はFF目標金利 (レンジ上限値で図示)、日本は政策金利残高適用金利 (2013年4月3日までは無担保コール翌日物金利誘導目標、マネタリーベースが政策目標となった同年4月4日から2016年1月28日までは非表示)、ユーロ圏は預金ファシリティ金利、英国はバンクレート、カナダは翌日物貸出金利、オーストラリアとニュージーランドはキャッシュレート、ノルウェーは預金金利、インドと南アフリカはレボ金利、メキシコは翌日物金利、インドネシアは7日物リバース・レボ金利 (2016年8月18日までBI金利のためデータが不連続)、ブラジルはSELIC金利、ロシアは1週間物入札レボ金利 (2011年5月29日までが翌日物レボ固定金利、2013年9月15日までが翌日物レボ入札金利のためデータが不連続)、トルコは1週間物レボ金利 (2010年5月18日まで翌日物借入金利のためデータが不連続)。下線は2020年以降、利上げに動いた国。直近値は2022年7月28日時点。



## 2. 注目点：分断の危機を乗り越えられるか

- ◆ 2022年の世界経済は、感染抑制と経済安定（景気の持続的回復とインフレ沈静化）の両立を目指していましたが、ウクライナ戦争勃発による世界分断のリスクという新たな難題に直面しています。
- ◆ 米欧諸国と中国・ロシアの対立が深まり、国際情勢が不安定化するなか、軸となる米国と中国はそれぞれ中間選挙と共産党大会という政治イベントを控え、インフレ抑制と景気安定という内政問題に注力せざるを得ない面があります。世界協調に向け、G20など国際会議の重要性が増しそうです。

### ● G7(2022年議長国:ドイツ→2023年:日本)、G20(同インドネシア→インド)に注目

#### 2022年後半～2023年前半 国際・主要国政治や金融政策に関する注目日程

	2022年7-9月		10-12月		2023年1-3月		4-6月	
日本	8月3日	臨時国会召集(見込み)	10月4日	岸田首相就任1年	1月	日本がG7議長国に	4月	統一地方選挙
	9月上旬	内閣改造 ・自民党役員人事	10月23日	那覇市長選挙	1月 1月 未定	通常国会召集 日ASEAN首脳会議 (友好協力50周年)	4月 4月 5月19-21日	大阪府知事・市長選挙 G7首脳会議(広島)
	9月11日	沖縄県知事選挙						
	9月11日	宜野湾市長選挙						
	9月27日	安倍元首相国葬(予定)						
	7月20-21日	日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	10月27-28日	日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	3月19日	両宮・若田部 日銀副総裁任期	4月8日	黒田日銀総裁任期
	9月21-22日	日銀金融政策決定会合	12月19-20日	日銀金融政策決定会合				
米国	8月22日	対中制裁関税第2弾 意見聴取期限	10月	財務省為替報告書	1月	連邦債務上限引き上げ 対応期限(見込み)	4月	財務省為替報告書
	9月23日	対中制裁関税第3弾 意見聴取期限	11月8日	中間選挙	3月	一般教書演説		
	9月末	2023年度予算成立期限	年末	民主主義サミット(対面)	3月	予算教書提出		
	7月26-27日	FOMC	11月1-2日	FOMC	1月31-2月1日	FOMC	5月2-3日	FOMC
	8月25-27日	ジャクソンホール会合	12月13-14日	FOMC(+経済見通し)	2月	パウエルFRB議長 半期定例議会証言	6月13-14日	FOMC(+経済見通し)
	9月20-21日	FOMC(+経済見通し)			3月21-22日	FOMC(+経済見通し)		
欧州	9月5日	英国 保守党党首選挙	10月1日	ラトビア総選挙	1月1日	スウェーデンが EU議長国に	4月	フィンランド総選挙 (見込み)
	9月11日	スウェーデン総選挙	10月2日	ボスニア・ヘルツェゴビナ 議会選挙	1月	チェコ大統領選挙 (実施期限)	4月	モンテネグロ大統領選挙
	9月25日	イタリア総選挙	10月9日	独ニーダー ・ザクセン州議会選挙	3月5日	エストニア総選挙	5月	ラトビア大統領選挙
			10月20-21日	EU首脳会議	3月23-24日	EU首脳会議	5月	独ブレーメン 特別市議会選挙
		10月	スロベニア大統領選挙			6月4日	デンマーク総選挙 (実施期限)	
		12月15-16日	EU首脳会議					
豪州	7月21日	ECB理事会	10月27日	ECB理事会	2月2日	ECB理事会	5月4日	ECB理事会
	9月8日	ECB理事会(+経済見通し)	12月15日	ECB理事会(+経済見通し)	3月16日	ECB理事会(+経済見通し)	6月15日	ECB理事会(+経済見通し)
					未定	クアッド首脳会議(豪州)		
中国	7月5日	金融政策決定会合	10月4日	金融政策決定会合				
	8月2日	金融政策決定会合	11月1日	金融政策決定会合				
	9月6日	金融政策決定会合	12月6日	金融政策決定会合				
	8月1日	人民解放軍建軍記念日	10月1-7日	国慶節休暇	1月21-27日	旧正月休暇		
8月	北戴河会議	10月	七中全会	2月	二中全会			
9月3日	抗日戦争勝利記念日	秋	共産党全国代表大会	3月	全人代			
9月29日	日中国交正常化50年	秋	一中全会					
		12月	中央経済工作会議					
その他	7月18日	インド大統領選挙	10月2日	ブラジル大統領 ・議会選挙(第1回)	1月1日	インドがG20議長国に	4月	パラグアイ大統領 ・議会選挙
	8月9日	ケニア大統領 ・議会選挙	10月23日	ブラジル大統領 ・議会選挙(決選)	1月1日	インドネシアが ASEAN議長国に	6月18日	トルコ総選挙
	8月1-26日	核拡散防止条約(NPT) 再検討会議	11月7-18日	COP27(エジプト)	2月23日	ナイジェリア大統領選挙	6月	OPEC総会
	8月	アンゴラ大統領 ・議会選挙	11月11-13日	ASEAN、東アジア 首脳会議(カンボジア)	2月	G20財務相 ・中銀総裁会議(インド)	未定	BRICS首脳会議 (南アフリカ)
	9月5-7日	東方フォーラム (露ウラジオストク)	11月15-16日	G20首脳会議 (インドネシア)	3月	タイ総選挙		
	9月11日	ロシア統一地方選挙	11月18-19日	APEC首脳会議(タイ)	3月	キューバ議会選挙		
9月15-16日	上海協力機構サミット (ウズベキスタン)	12月	バーレーン議会選挙 OPEC総会					

注) FOMC:連邦公開市場委員会、ECB:欧州中央銀行、EU(欧州連合)、OPEC:石油輸出国機構、G7:主要7カ国、G20:20カ国・地域、ASEAN:東南アジア諸国連合、APEC:アジア太平洋経済協力、COP:国連気候変動枠組条約締結国会議、NATO:北大西洋条約機構、を指す。2022年7月15日時点の各種報道・発表に基づく。予定は変更される場合があります。

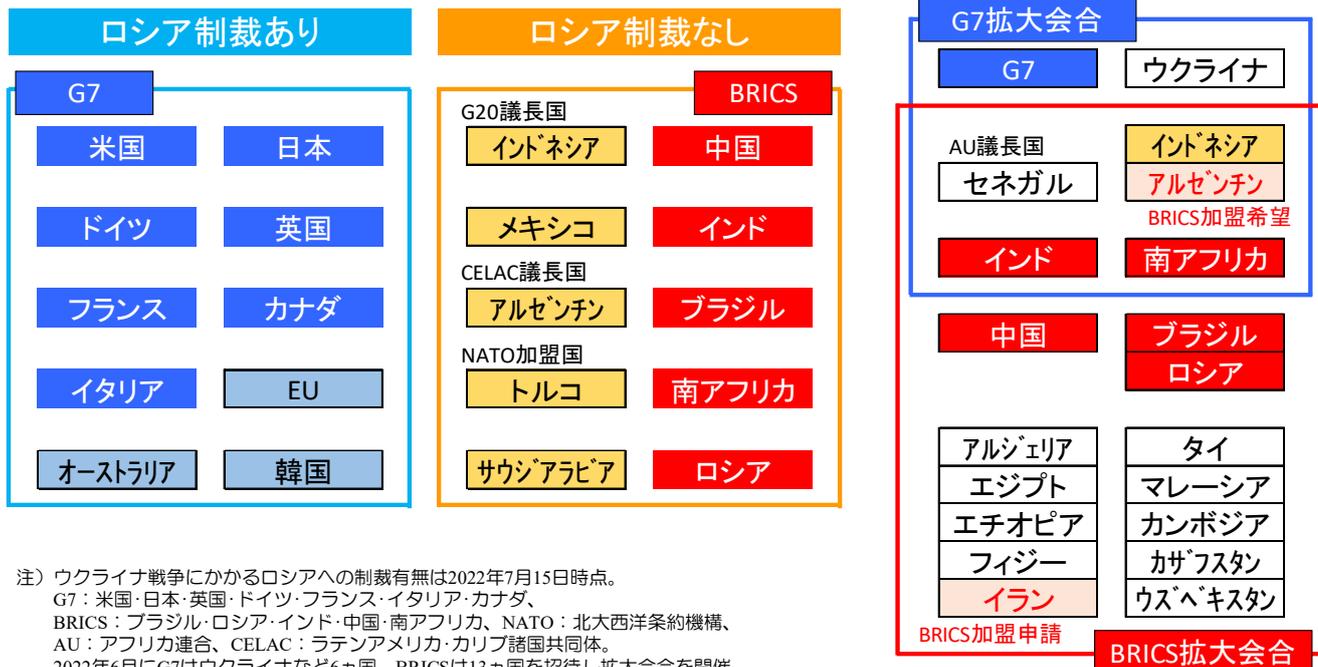
# ①グローバル化後退：西側諸国の常識は世界の常識か？

- ◆ ロシアのウクライナ侵攻を非難する国は数多く存在します。しかし、G20(20カ国・地域)だけで見ると、ロシアへの対応は、厳しい制裁を課すG7など先進国と制裁を見送る新興国で二分しています。
- ◆ 第2次大戦以降、国際秩序を形成した米欧など自由民主主義陣営が、世界経済の指導的立場を担ってきました。今後も従来通り、経済力を盾に現先進国主導の構図が保たれるのか、国・人口など数の面で圧倒する新興勢力が存在感を高め、新たな国際秩序が作られるのか注視が必要です。

## ● 主要国(G20)のロシア対応は真っ二つ、両陣営は第3極を巡り激しい綱引きも

G20 ロシア制裁を巡る動き

2022年6月 G7とBRICS会合



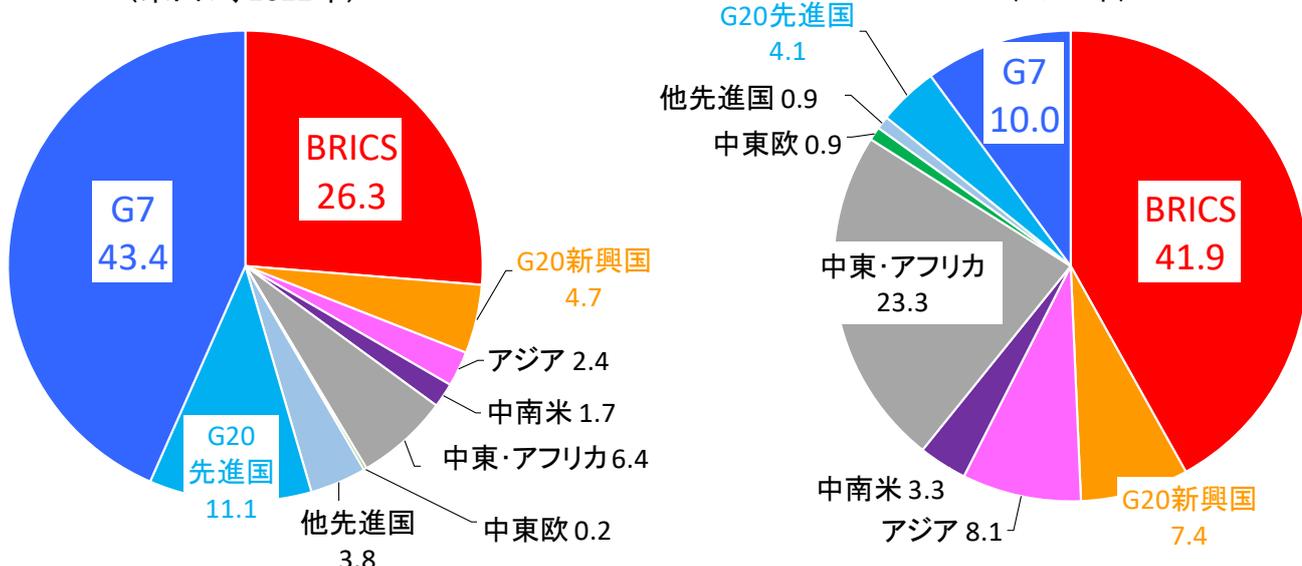
注) ウクライナ戦争にかかるロシアへの制裁有無は2022年7月15日時点。  
 G7：米国・日本・英国・ドイツ・フランス・イタリア・カナダ、  
 BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、NATO：北大西洋条約機構、  
 AU：アフリカ連合、CELAC：ラテンアメリカ・カリブ諸国共同体、  
 2022年6月にG7はウクライナなど6カ国、BRICSは13カ国を招待し拡大会合を開催。

出所) 各種報道より三菱UFJ国際投信作成

## ● 経済規模で優るが数で劣る西側陣営、中国など新興勢力との主導権争いは激化へ

地域別 名目GDP内訳 (米ドル、2022年)

地域別 人口内訳 (2021年)



注) G20先進国 (G7除く) はEU・オーストラリア・韓国、G20新興国 (BRICS除く) はアルゼンチン・メキシコ・インドネシア・サウジアラビア・トルコ。その他地域はG20除く。データはIMF World Economic Outlook (2022年4月) に基づく。対象はデータ取得可能な国のみ。

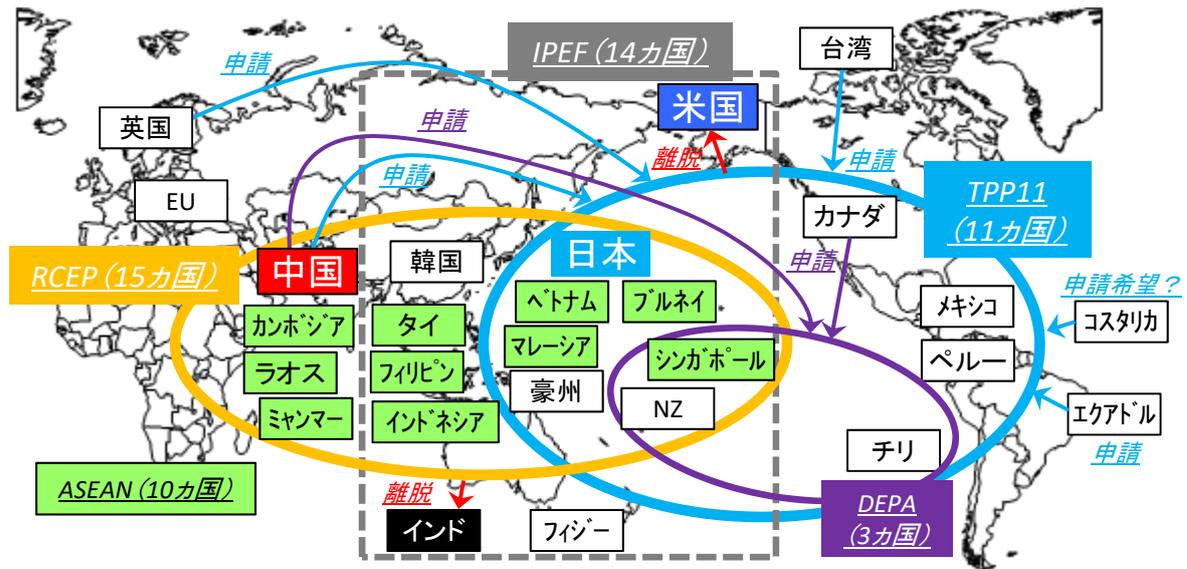
出所) IMFより三菱UFJ国際投信作成

米中覇権争いが本格化するなか、世界経済の安定・繁栄をどう保つか

- ◆ 米中対立もあり不安定化していた国際情勢は、ロシアのウクライナ侵攻で一段と複雑化しています。第二次大戦後、米国の強大な経済・軍事力により保たれていた微妙な均衡が揺らぎつつあります。
- ◆ 米国は覇権国の地位を保つべく、今後は背後に迫る中国との競争に注力したいところですが、安全保障面でロシア、イランさらに北朝鮮など敵対国への対処も怠れない状況です。欧州、日本、豪州、イスラエルなど広範な同盟国と協調して、経済安保問題に臨む構図が明確になりつつあります。

● インド太平洋地域の経済連携において主役の座を狙う中国、日本も正念場に

インド太平洋地域に関わる主な経済連携

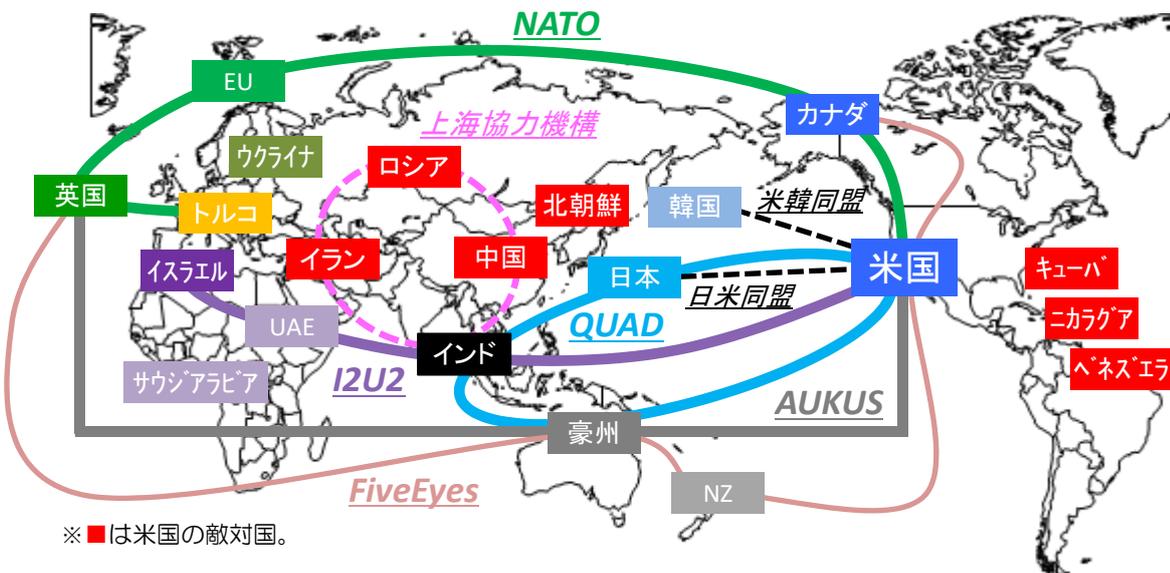


注) TPP：環太平洋パートナーシップ、RCEP：地域的な包括的経済連携、IPEF：インド太平洋経済枠組、DEPA：デジタル経済パートナーシップ協定。  
NZはニュージーランド。TPPは米国が2017年に交渉離脱、英国・台湾・中国・エクアドルが2021年に加盟申請。RCEPはインドが2019年に交渉離脱。

出所) 各種報道より三菱UFJ国際投信作成

● 米国一国で中国、ロシア、イラン、北朝鮮に対峙することは困難な情勢に

米国を中心とする主な安全保障連携



※ ■ は米国の敵対国。

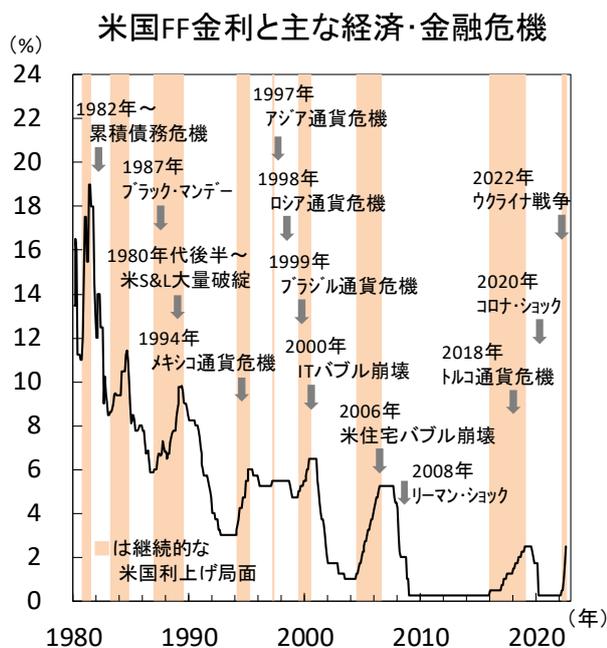
注) QUAD (クワッド)：日米豪印4カ国の安全保障・経済協議の枠組み、  
AUKUS (オーカス)：米英豪3カ国の新たな安全保障の枠組み、I2U2：4カ国協力枠組み (通称は中東版クワッド)、  
FiveEyes (ファイブ・アイズ)：アングロサクソン系の英語圏5カ国による機密情報共有の枠組み、  
上海協力機構：中露印イランなど全9カ国による多国間協力組織。EU内にはNATO非加盟国も一部存在。

出所) 各種報道より三菱UFJ国際投信作成

## ②新興国：米金融引き締めが食糧危機が追い打ち

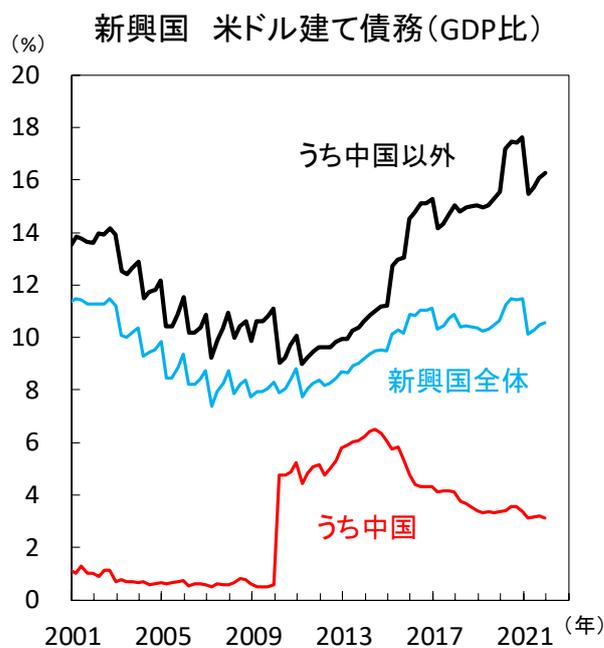
- ◆ 米国の金融引き締めが新興国の経済・金融危機を招いた例は多くあります。米金利上昇や市場のリスク回避姿勢が強まれば、新興国が局所的な資本流出や通貨安に見舞われる懸念があります。
- ◆ 新興国ではウクライナ戦争を受けた資源高も気がかりです。2010-2011年、チュニジアを皮切りに瞬く間に中東・北アフリカへ広がった民主化運動も穀物価格高騰が一因とされました。小麦など穀物輸入をロシアやウクライナに依存する国では、食糧難が内政を不安定化させるリスクもあります。

### ● 幾度となく新興国混乱を誘発した米国利上げ、今後は債務返済負担が増す懸念も



注) S&Lは貯蓄貸付組合。  
直近値は2022年7月時点。

出所) FRB、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

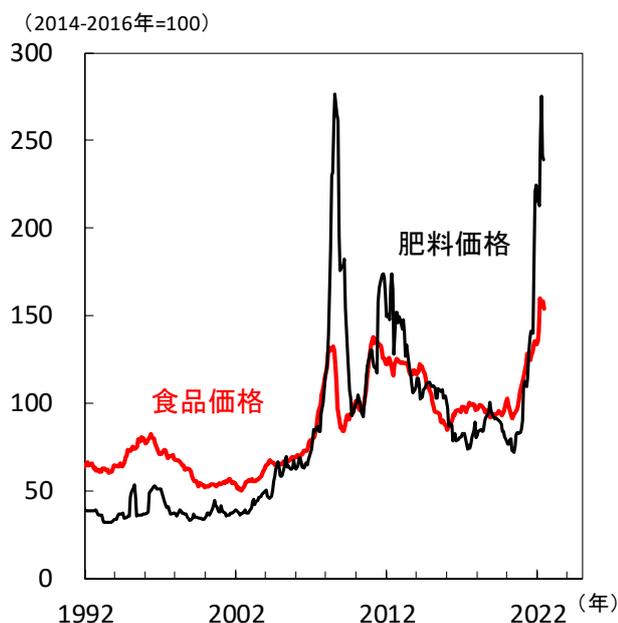


注) 値は非銀行部門。  
直近値は2021年12月時点(四半期)。

出所) BISより三菱UFJ国際投信作成

### ● ウクライナ戦争で食糧問題が深刻化、各国で保護主義が強まればさらに混乱も

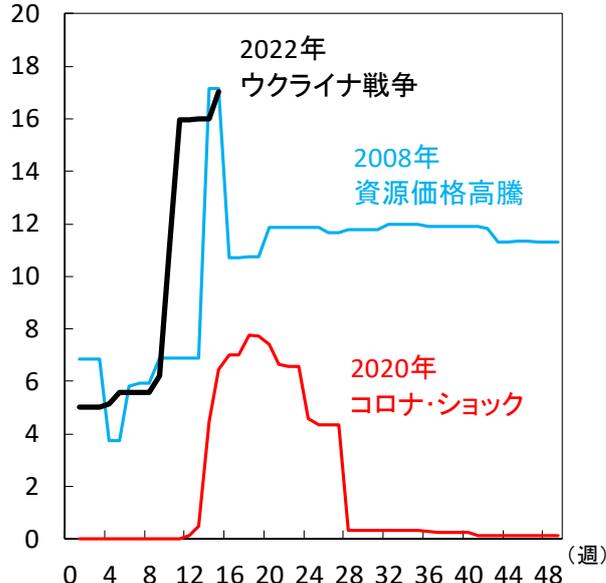
#### 世界 食品価格と肥料価格



注) 肥料価格の指数化は三菱UFJ国際投信。  
直近値は2022年6月時点。

出所) FAO(国連食糧農業機関)、世界銀行より三菱UFJ国際投信作成

#### 世界 食品輸出全体に占める輸出制限の影響(カロリーベース)



注) IFPRI "From bad to worse: How Russia-Ukraine war-related export restrictions exacerbate global food insecurity" (2022年4月13日) を元に作成。

出所) IFPRI(国際食料政策研究所)より三菱UFJ国際投信作成

### ③原油市場：景気減速を受け価格調整も依然高値圏で推移

- ◆ 原油価格はロシア・ウクライナ紛争による供給不安から高騰し一時2008年7月以来の価格を付けた後下落しています。しかしウクライナ侵攻後に価格急騰したニッケルや小麦の価格は年初の水準にまで戻った一方で、原油や天然ガスといった燃料価格は依然高値圏で推移しています。
- ◆ 下落は世界的な景気減速懸念を受けた需要減退が見込まれたためです。中国のゼロコロナ政策による需要の減退により、第2四半期には石油需給が8四半期ぶりの供給超へと転じました。

#### ● 高騰した原油価格は世界景気の減速懸念から需要減退が見込まれ価格を調整

国際原油価格(WTI先物)

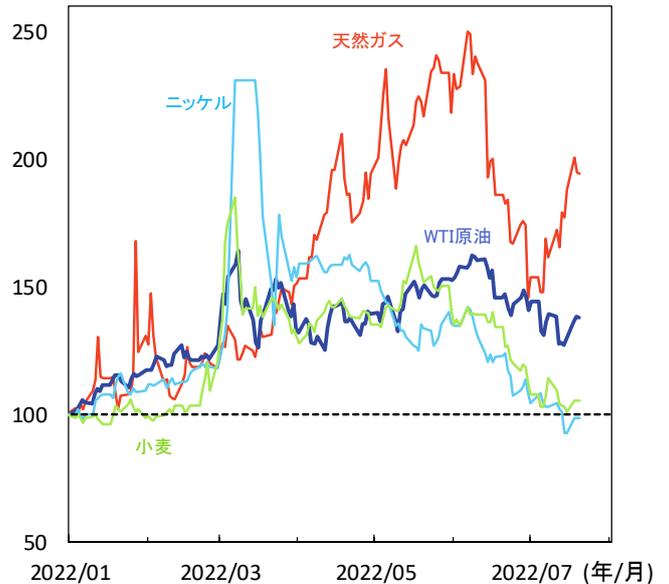


注) 一部の高安値 (終値ベース) を表示。  
直近値は2022年7月19日。

出所) Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

一次産品先物価格推移

(2022年初=100)

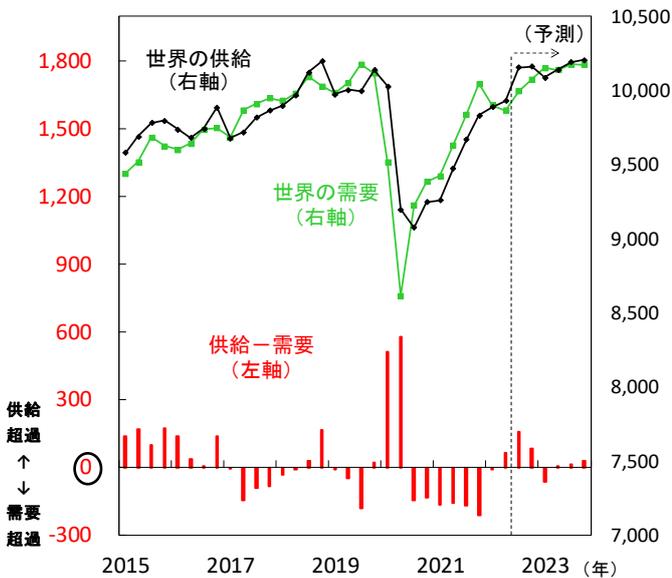


注) 直近値は2022年7月19日。天然ガスはNY天然ガス(ハリ-17)、ニッケルはLMEニッケル、小麦はCBT小麦。

出所) Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

#### ● 2022年第2四半期に供給超へ転換、来年初まで供給超継続の見込み

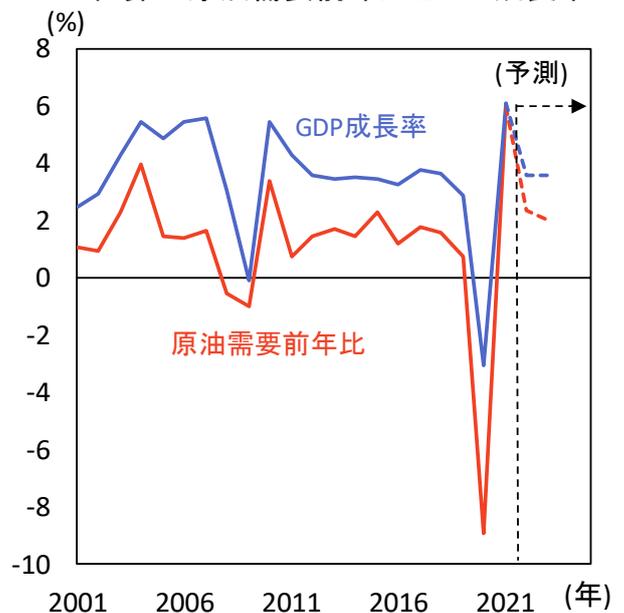
世界 石油需給実績・予測(日量)



注) EIA Short Term Energy Outlook(2022年7月)より需要-供給を計算。

出所) 米EIA (エネルギー情報局)より三菱UFJ国際投信作成

世界の原油需要前年比とGDP成長率



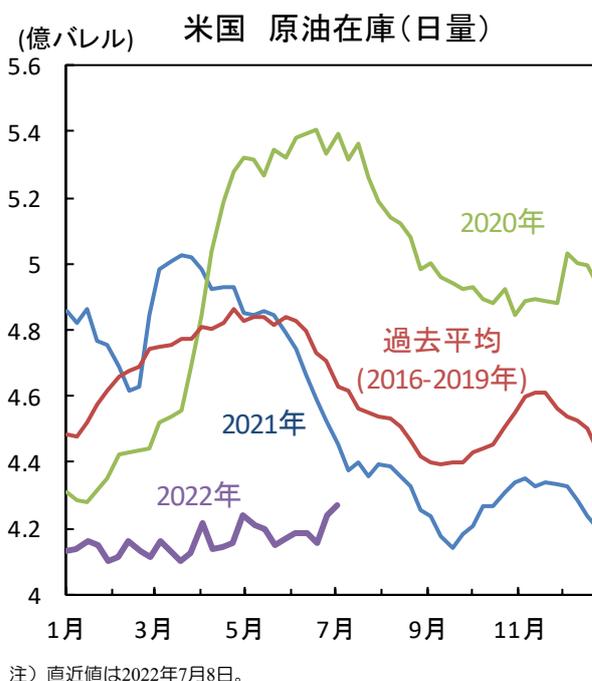
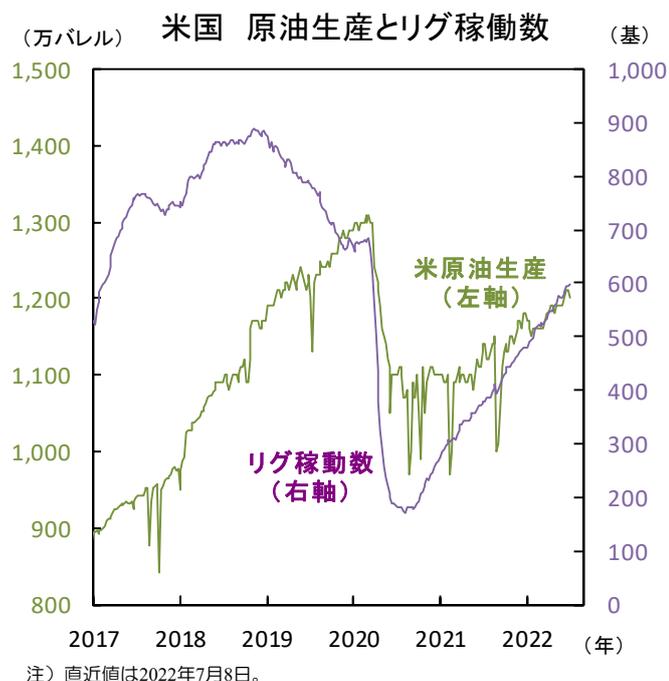
注) 予測はEIA Short Term Energy Outlook(2022年7月)、IMFによる。

出所) 米EIA (エネルギー情報局)、IMF、Reifinitivより三菱UFJ国際投信作成

## 需要減少が見込まれる一方で供給不安も拭えず

- ◆ 米国の原油生産は緩やかな増加にとどまり、原油在庫も低水準にあります。例年夏場はガソリン需要が高まり原油在庫は減少しますが、既に低水準の在庫から需給ひっ迫感は続くと思われます。
- ◆ OPECプラスは増産幅を7・8月で拡大し、2020年5月より始まった協調減産の終了を一月前倒しましたが、各国の生産は計画より遅れています。世界景気の減速により原油価格は上値を抑えられますが産油国の供給余力は限られ、年末にかけて1バレル90ドル前後で下値は支えられるとみまます。

### ● 米国の原油生産は緩やかな増加にとどまり、在庫水準も依然低水準



出所) 米EIA(エネルギー情報局)、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

出所) 米EIA(エネルギー情報局)、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

### ● OPECプラスの原油生産には遅れが生じており、供給余力は限られる

OPECプラス 協調減産参加国の生産遅延(推定生産量－生産枠)

	(100万バレル/日量)	生産枠				推定生産量		生産遅延	
		5月	6月	7月	8月	5月	6月	5月	6月
OPEC	サウジアラビア	10.55	10.66	10.83	11.00	10.50	10.62	▲ 0.05	▲ 0.04
	イラク	4.46	4.51	4.58	4.65	4.43	4.44	▲ 0.03	▲ 0.07
	アラブ首長国連邦	3.04	3.08	3.13	3.18	3.14	3.17	0.10	0.09
	クウェート	2.69	2.72	2.77	2.81	2.67	2.65	▲ 0.02	▲ 0.07
	その他OPEC	4.85	4.89	4.97	5.04	3.81	3.93	▲ 1.04	▲ 0.96
非OPEC	ロシア	10.55	10.66	10.83	11.00	9.26	9.74	▲ 1.29	▲ 0.92
	その他非OPEC	5.99	6.03	6.10	6.16	5.43	5.12	▲ 0.56	▲ 0.91
OPECプラス合計		42.13	42.56	43.21	43.85	39.24	39.67	▲ 2.89	▲ 2.89

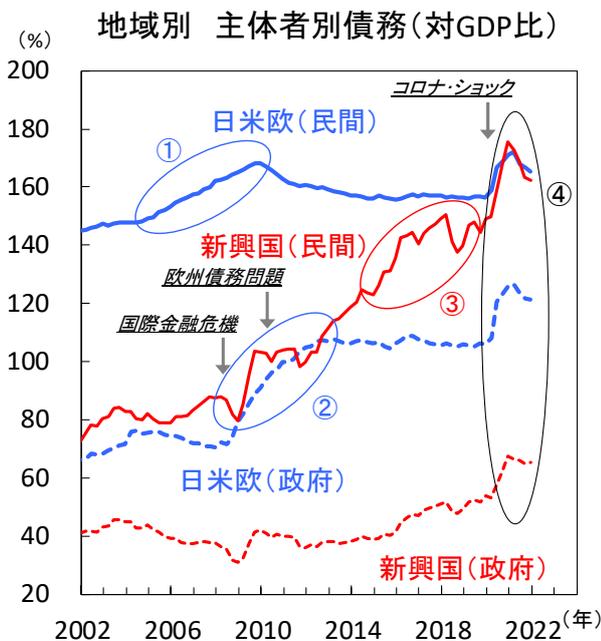
注) 生産枠はOPECプラス会合のプレスリリース(2022年)、推定生産量はIEA(国際エネルギー機関)のOil Market Report(2022年7月)より作成。生産遅延は推定生産量－生産枠より計算。OPECはアルジェリア、アンゴラ、コンゴ、赤道ギニア、イラク、クウェート、ナイジェリア、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、非OPECはアゼルバイジャン、バーレーン、ブルネイ、カザフスタン、マレーシア、メキシコ、オマーン、ロシア、スーダン、南スーダン。協調減産に参加していないイラン、リビア、ベネズエラを除く。

出所) OPEC(世界石油輸出機構)、IEA(国際エネルギー機関)より三菱UFJ国際投信作成

### ④長期金融緩和の弊害:債務膨張の後始末に苦慮

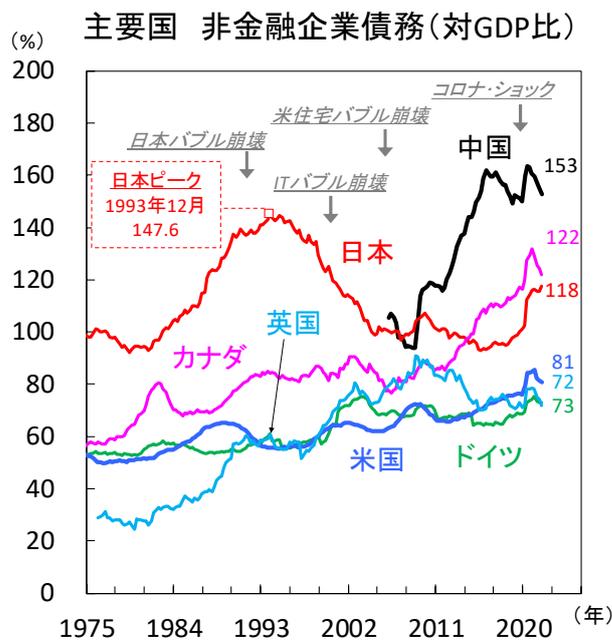
- ◆ 経済成長の源となる信用拡大のけん引役は、国際金融危機後に先進国民間から政府(①→②)、欧州債務問題などを経て新興国へ移行(③)、コロナ・ショック後は世界全体で担っています(④)。
- ◆ 過剰な信用拡大の行きつく先は、かつて日本や米国で見られたようなバブル発生です。かりにバブルが破裂すれば信用収縮を通じ、深刻な景気悪化や金融市場混乱を招きかねません。今後の金融政策は、景気支援と資産市場の過熱抑制のバランスをとりながらの繊細な調整が求められます。

### ● 債務拡大は先進国から新興国へ波及、コロナ・ショック後は世界同時の現象に



注) 銀行貸出と債券の合計。日米欧は日本・米国・ユーロ圏・英国の合算値。直近値は2021年12月(四半期)時点。

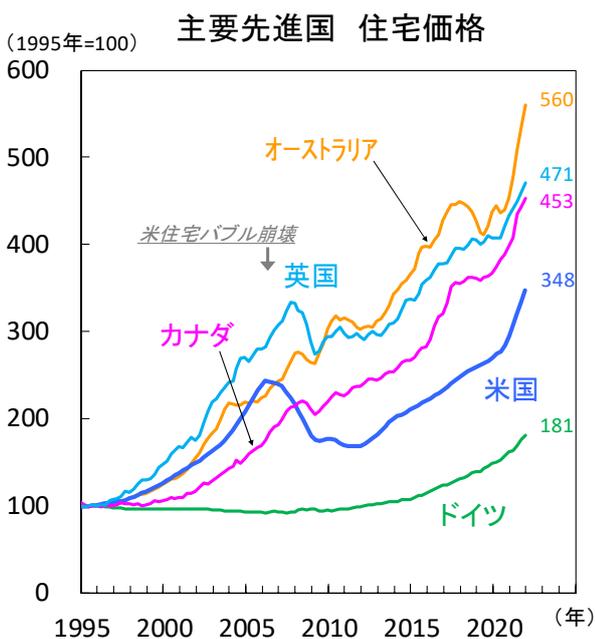
出所) BIS(国際決済銀行)より三菱UFJ国際投信作成



注) データは英国が1976年3月、中国が2006年3月以降。直近値は2021年12月時点(四半期)。

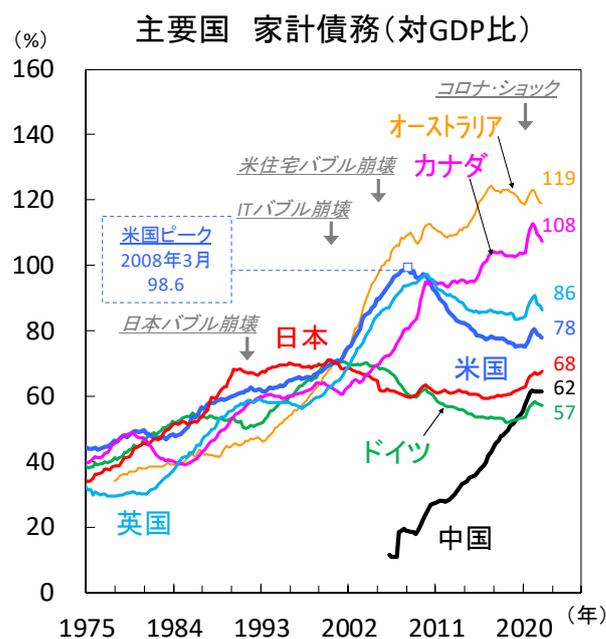
出所) BISより三菱UFJ国際投信作成

### ● 一部の国で住宅市況は過熱気味、家計債務が制御可能な水準か目配りも必要



注) 価格は名目ベース。指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は2021年10-12月期時点(四半期)。

出所) BISより三菱UFJ国際投信作成



注) 家計は非営利団体含む。値はオーストラリアが1977年12月、中国が2006年3月以降。直近値は2021年12月時点(四半期)。

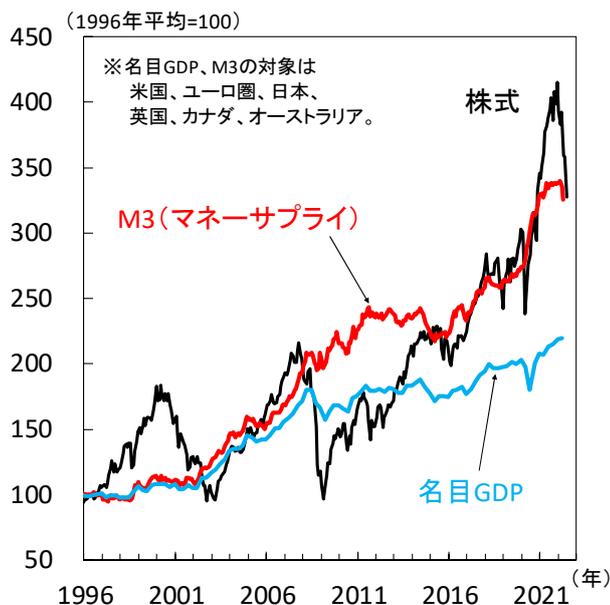
出所) BISより三菱UFJ国際投信作成

## 深刻化した格差

- ◆ 近年は株価上昇速度が経済成長速度を上回る環境が常態化、株価と実体経済の乖離も指摘されます。各国政府が経済成長を優先(大企業優遇)、企業が株主重視で金銭的利益を追求するあまり、ごく一部の富裕層・経営者と一般労働者との格差が広がっているとの批判は多くあります。
- ◆ 一般的に、株高は資産効果(所得増)を通じ、消費者心理の改善に寄与しますが、足元は株価と消費者心理に温度差もうかがえます。株高の恩恵が富裕層に集中していることも背景にありそうです。

### ● 株式市場で一人勝ちだった巨大ハイテク企業も、足元は逆風強まる

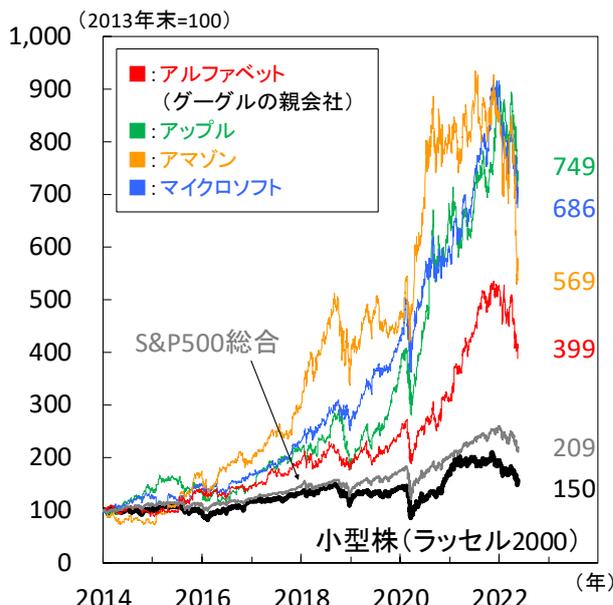
主要先進国 景気・マネー・株価の動き



注) 株式はMSCI WORLD。名目GDP、M3、株式ともに米ドルベース。指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は名目GDPが2022年1-3月期、M3が2022年4月、株式が同年6月時点。

出所) OECD、MSCI、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

米国 巨大IT企業株と小型株

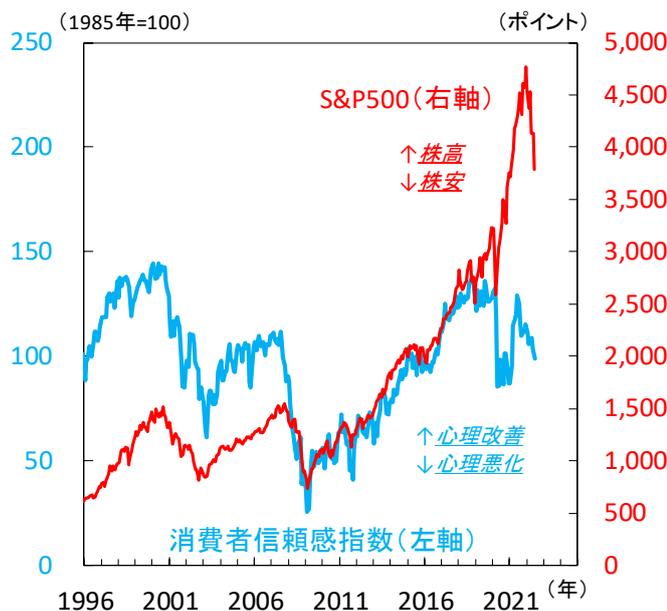


注) 指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は2022年7月15日時点。個別銘柄を推奨するものではありません。

出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

### ● 株価と乖離する消費者心理、株高の恩恵はごく一部の富裕層に集中

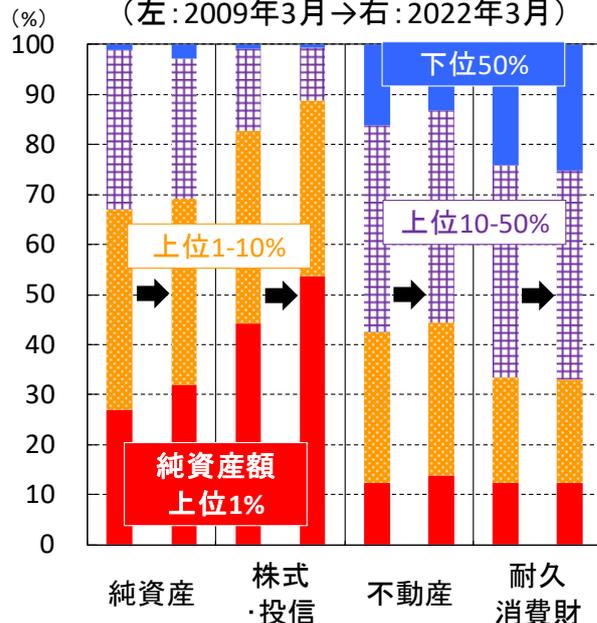
米国 株価と消費者心理



注) 直近値は2022年6月時点。

出所) コンファレンスボード、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

米国 家計資産の階層別構成 (左: 2009年3月→右: 2022年3月)



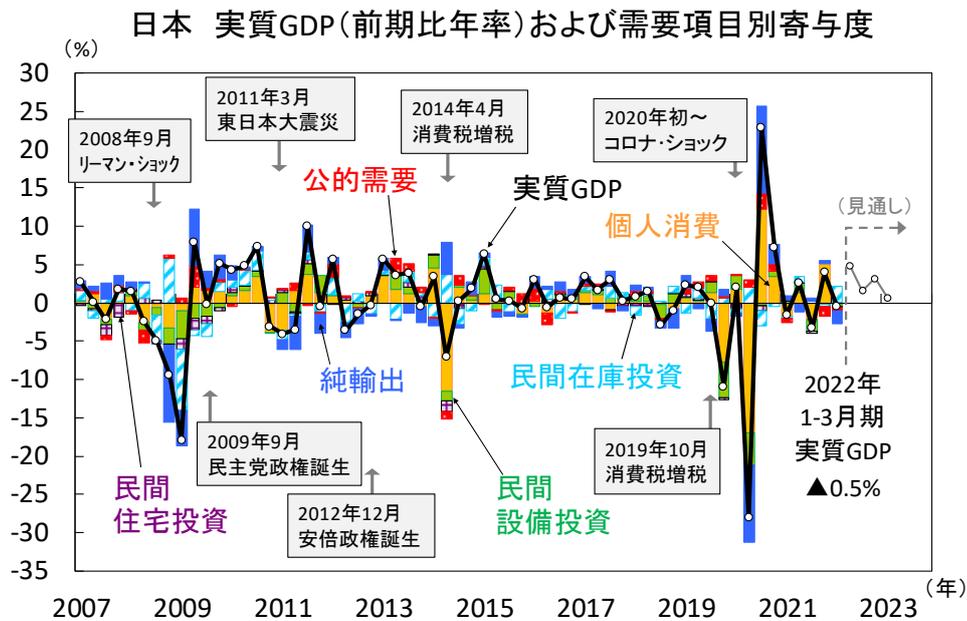
注) 資産項目のうち株式・投信、不動産、耐久消費財のみ抜粋。

出所) FRBより三菱UFJ国際投信作成

### 3. 日本経済：経済正常化への道のりはなお険しい

- ◆ 2022年1-3月期の実質GDP成長率は新型コロナ感染急増による行動制限が響き、再びマイナスに転じました。4-6月期以降は行動制限解除により消費中心に回復したとみられますが、感染再拡大に加えウクライナ紛争に伴う物価上昇が家計を圧迫するため、不安定な成長が続きそうです。
- ◆ 景気ウォッチャー調査では景況感は改善に向かうも、足元では景気の停滞感が強まっています。背景には外需の弱さがあり、消費回復が緩やかな中で経済正常化への道のりは険しいと言えます。

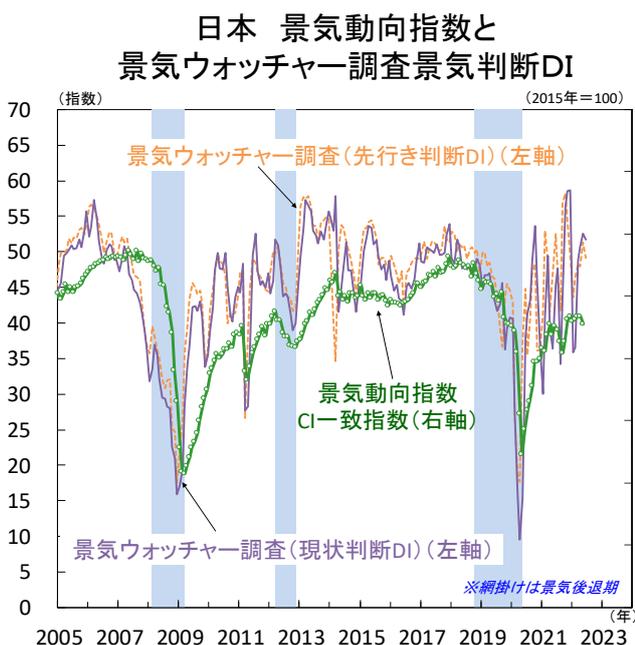
#### ● 成長率は回復するも新型コロナ感染、商品価格上昇が重石



注) 実績の直近値は2022年1-3月期（2次速報値）。  
2022年4-6月期～2023年1-3月期が三菱UFJ国際投信による見通し。

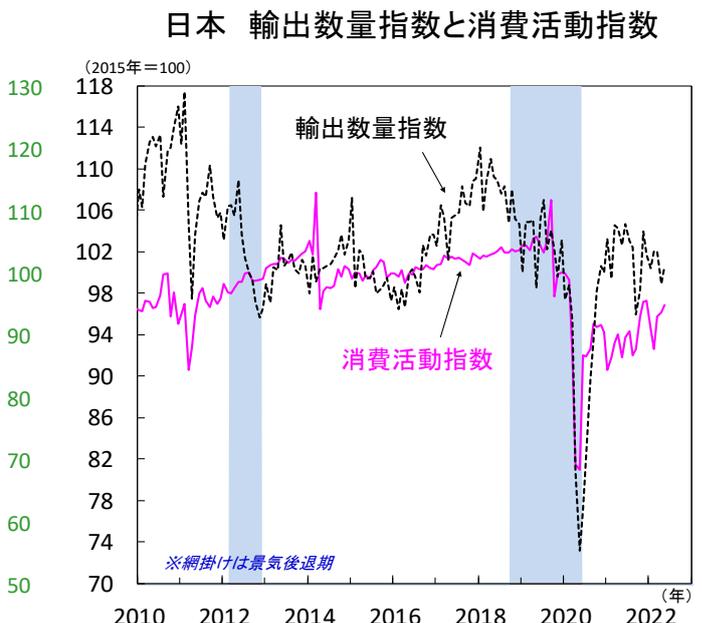
出所) 内閣府より三菱UFJ国際投信作成

#### ● 景況感は改善傾向。一方、内需は回復基調だが外需に頭打ち感



注) 直近値は景気ウォッチャー調査が2022年6月、景気動向指数が同年5月。  
景気後退期は内閣府による。

出所) 内閣府より三菱UFJ国際投信作成



注) 直近値は2022年6月。景気後退期は内閣府による。

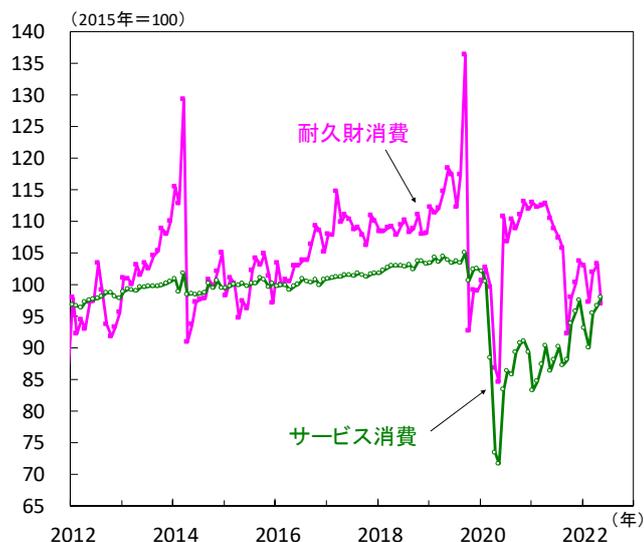
出所) 内閣府、日本銀行より三菱UFJ国際投信作成

## 消費は回復基調にあるも物価高が抑制要因

- ◆ 家計のサービス消費は回復基調にあります。耐消費財消費は鈍化しています。背景には物価高が今後も続くという不安による、暮らし向きや耐消費財の買い時判断の悪化があると考えられます。
- ◆ 行動制限の緩和による宿泊・飲食サービスへの支出が消費を牽引しています。ただし入国制限により訪日外国人数は増えず、宿泊者数はコロナ禍前の水準を大きく下回っています。更なる入国制限緩和や各種国内旅行キャンペーンの実施が、需要喚起につながる事が期待されます。

### ● 伸び悩む耐消費財消費、物価高による消費者マインドの悪化が背景

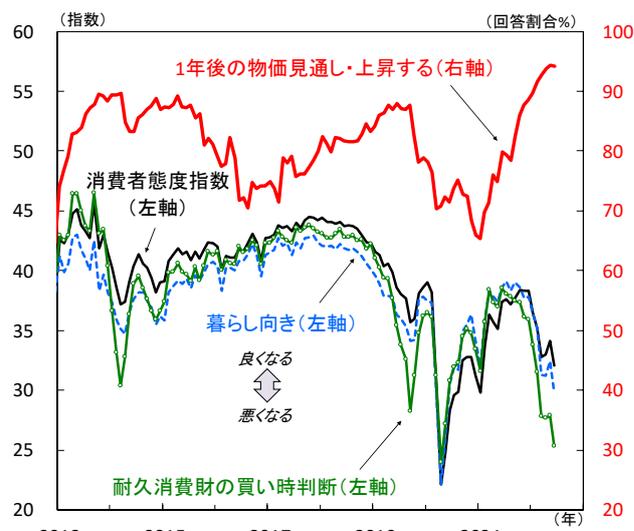
日本 消費活動指数(実質)  
耐消費財消費とサービス消費



注) 直近値は2022年5月。

出所) 日本銀行より三菱UFJ国際投信作成

日本 消費者態度指数  
物価見通し、暮らし向き、買い時判断

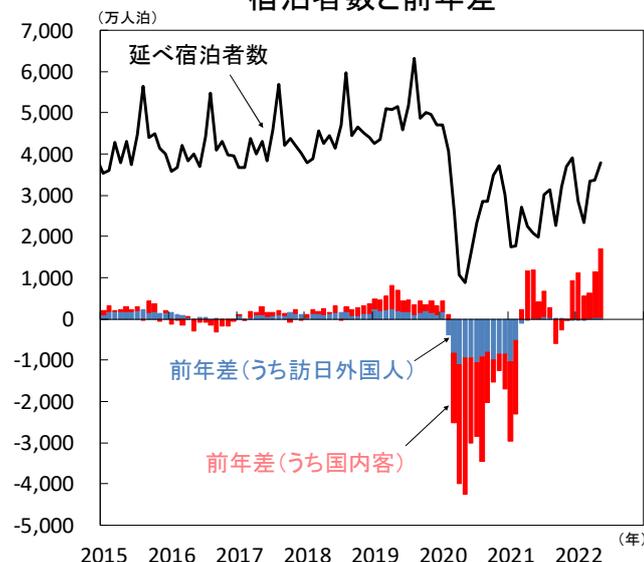


注) 直近値は2022年6月。対象は二人以上の世帯。暮らし向き、耐消費財の買い時判断は消費者態度指数を構成する消費者意識指標。

出所) 内閣府より三菱UFJ国際投信作成

### ● 宿泊・飲食サービスへの支出増に期待、家計の消費余力は依然大きいとみられる

日本 宿泊旅行統計  
宿泊者数と前年差



注) 直近値は2022年5月。

出所) 観光庁より三菱UFJ国際投信作成

日本 家計の可処分所得と消費(実質)、  
貯蓄率



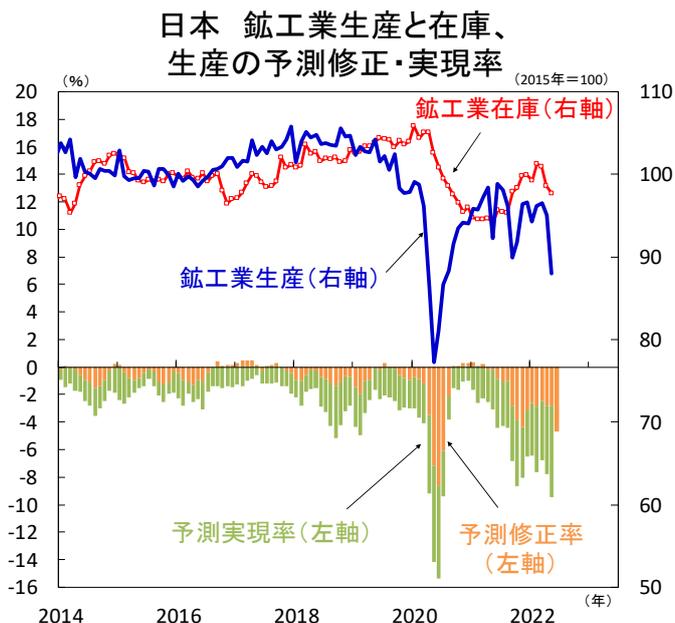
注) 直近値は2022年1-3月期。個人消費と可処分所得は季調値年率。

出所) 内閣府より三菱UFJ国際投信作成

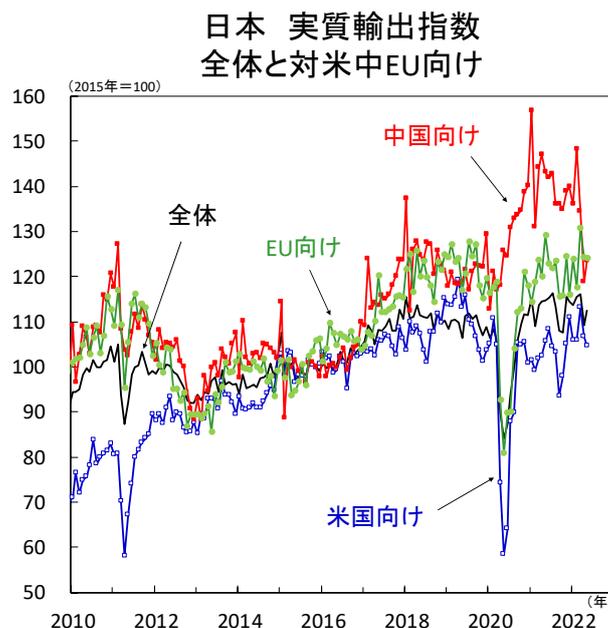
## 鉱工業生産は伸び悩むも設備投資は堅調

- ◆ 生産活動は鈍化しており、生産計画の未達率が拡大しているため需要が想定以上に落ち込んでいます。背景には中国向け輸出の大幅減があると考えられ、新型コロナ感染拡大を受けた中国の都市封鎖で生産や物流が停滞した影響が響きました。中国景気の好転が生産回復の鍵となるでしょう。
- ◆ 設備投資は堅調であり、機械受注は内外需要が増加基調にあります。日銀短観をみても製造業中心に2022年度の設備投資計画は高水準であり、設備投資が成長率を下支えするとみえています。

### ● 生産計画は未達率が拡大し生産減少、中国向け輸出の大幅な減少が響く

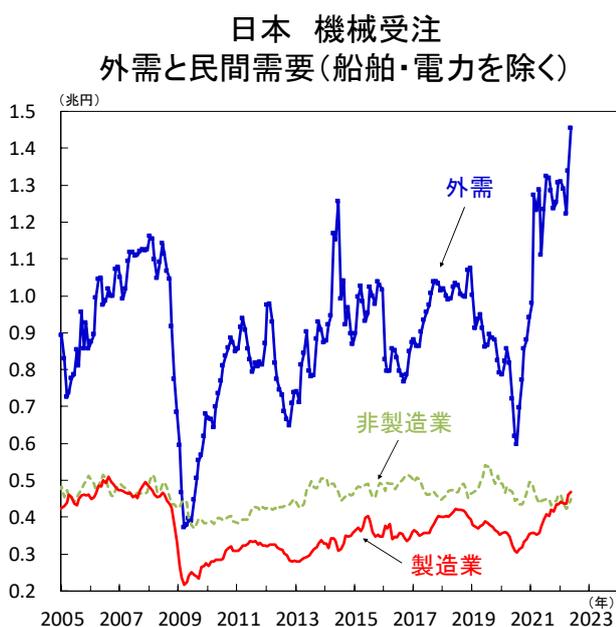


注) 直近値は2022年5月、予測修正率は同年6月分を含む。  
出所) 経済産業省より三菱UFJ国際投信作成

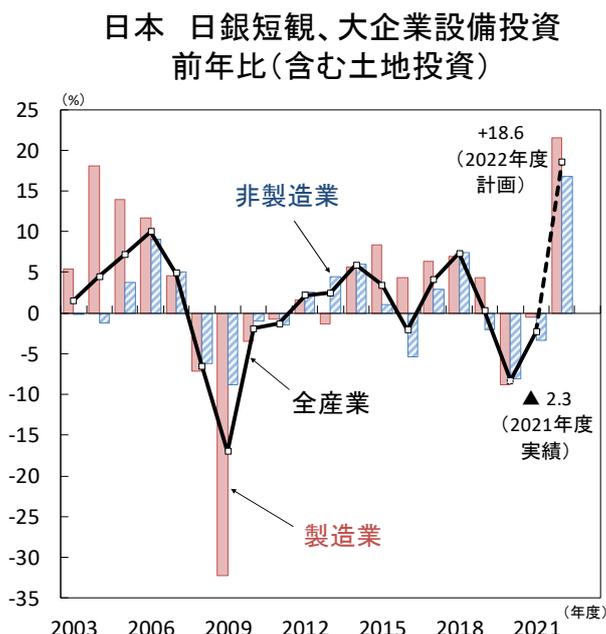


注) 直近値は2022年5月。  
出所) 日本銀行より三菱UFJ国際投信作成

### ● 設備投資は堅調、国内では製造業が牽引



注) 直近値は2022年5月。3ヵ月移動平均値。  
出所) 内閣府より三菱UFJ国際投信作成



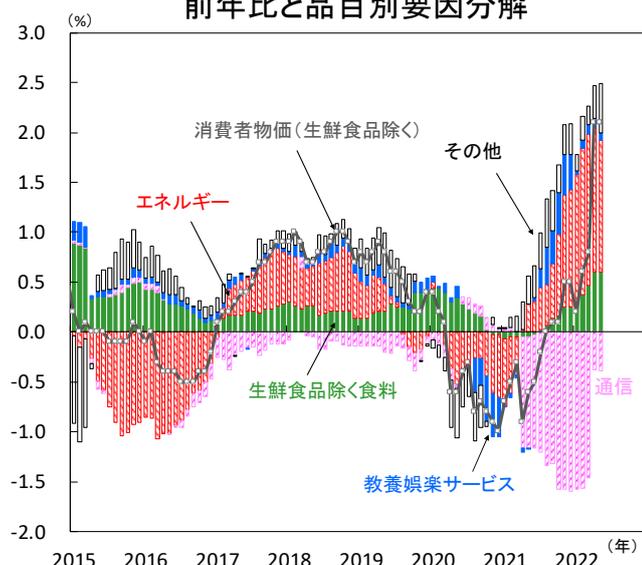
注) 直近値は2022年6月調査における年度計画。  
出所) 日本銀行より三菱UFJ国際投信作成

## 家計のインフレ予想が急上昇、しかし賃金は伴わない

- ◆ 消費者物価(除く生鮮食品)はエネルギー価格主導で上昇しており、携帯通信料の値下げ要因が剥落し日銀の物価目標(2%)を上回っています。為替市場での円安進行もあり輸入品が高騰し食料品も上昇しています。家計の1年後の物価見通しでは5%以上の上昇予想が大きく増えています。
- ◆ 名目賃金は上昇していますが、物価上昇には追いつかず実質ベースでは大きく減少しています。岸田政権の分配・成長戦略が実行され、生産性が向上し実質所得が増加するのか注目されます。

### ● 通信費による押し下げが剥落し消費者物価が急上昇、家計のインフレ予想も上昇

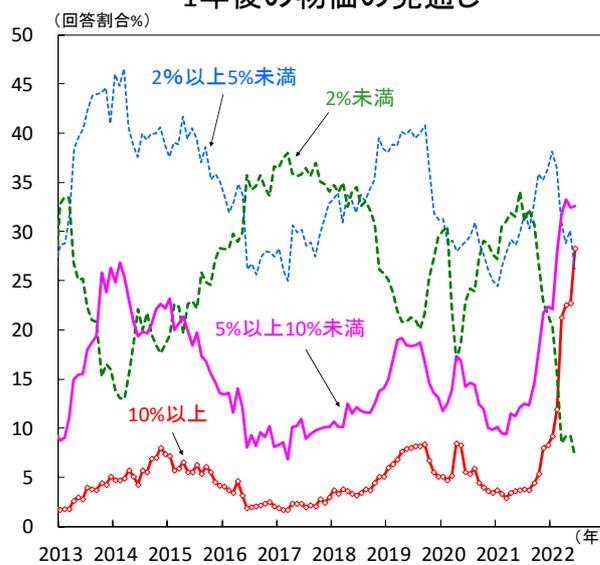
日本 消費者物価(生鮮食品除く)  
前年比と品目別要因分解



注) 直近値は2022年5月。対象は全国。

出所) 総務省より三菱UFJ国際投信作成

日本 消費動向調査  
1年後の物価の見通し

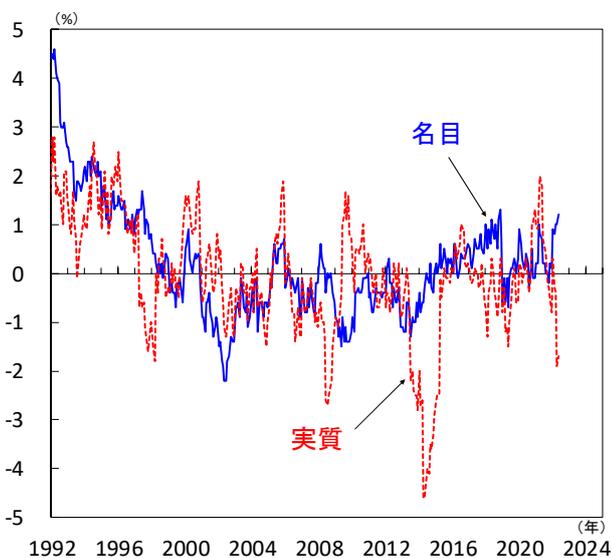


注) 直近値は2022年6月。対象は二人以上の世帯。

出所) 内閣府より三菱UFJ国際投信作成

### ● 実質賃金の伸び率は大幅なマイナス、岸田政権の「新しい資本主義」に期待できるか

日本 賃金指数(所定内給与)前年比



注) 直近値は2022年5月。対象は5人以上、調査産業計。

出所) 厚生労働省より三菱UFJ国際投信作成

日本 経済財政運営と改革の基本方針

<b>(1) 新しい資本主義に向けた改革</b>	
新しい資本主義に向けた重点投資分野	
1. 人への投資と分配	・ 賃上げ・最低賃金の引上げ、「資産所得倍増プラン」(NISAの抜本的拡充、iDeCo制度の改革等)など
2. 科学技術・イノベーションへの投資	・ 量子、AI、バイオテクノロジー・医療分野への官民が連携した投資の抜本拡充
3. スタートアップ(新規創業)への投資	・ スタートアップ育成5か年計画を本年末に策定(5年10倍増)
4. グリーン・トランスフォーメーション(GX)への投資	・ 150兆円超の官民投資に向けた成長志向型カーボンライジング構想の具体化やGX経済移行債(仮称)の検討
5. デジタルトランスフォーメーション(DX)への投資	・ テクノロジーマップの整備・実装、マイナンバーカードの普及
<b>(2) 内外の環境変化への対応</b>	
国際環境の変化への対応	
◆ 外交・安全保障の強化	・ 外交・安全保障双方の大幅な強化、防衛力を5年以内に抜本的に強化
◆ 経済安全保障の強化	・ 経済安全保障推進法の着実な施行
◆ エネルギー安全保障の強化	・ 省エネ促進、再エネ、原子力など脱炭素効果の高い電源を最大限活用
◆ 食料安全保障の強化と農林水産業の持続可能な成長の推進	
◆ 対外経済連携の促進	
<b>(3) 中長期の経済財政運営</b>	
財政健全化の旗を下ろさず、これまでの財政健全化目標に取り組む。経済あっての財政であり、状況に応じたマクロ経済政策の選択肢が歪められてはならない。	

注) 「経済財政運営と改革の基本方針2022(2022年6月7日閣議決定)」を基に作成。

出所) 内閣府より三菱UFJ国際投信作成

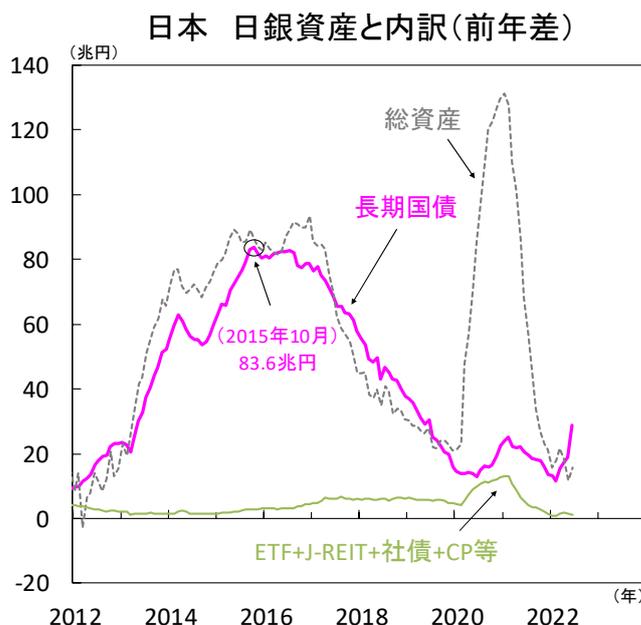
## 大規模金融緩和を継続する日銀

- ◆ 欧米の金融引き締め観測が強まり日銀の金融政策修正への思惑が浮上するも、日銀は金融緩和姿勢を維持しています。欧米金利が上昇し長期金利が許容上限に達するなか、日銀は「指値オペ」を実施し金利上昇を抑制しています。日銀の長期国債買入れペースは再び増加しています。
- ◆ 日銀政策委員の物価見通しは2022年度に安定目標の2%を上回るもその後は下回り、賃金と物価が持続的に上昇する好循環を目指し、金融緩和を粘り強く続ける姿勢が維持される見込みです。

### ● 大規模金融緩和を継続する日銀、足元で長期国債の買入れ増加ペースが加速



注) 直近値は2022年7月19日。吹き出しは日銀の金融政策。  
出所) 日本銀行、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成



注) 直近値は2022年6月。  
出所) 日本銀行より三菱UFJ国際投信作成

### ● 日銀は物価見通しを上方修正、ただし2%の物価安定目標達成には至らないと判断

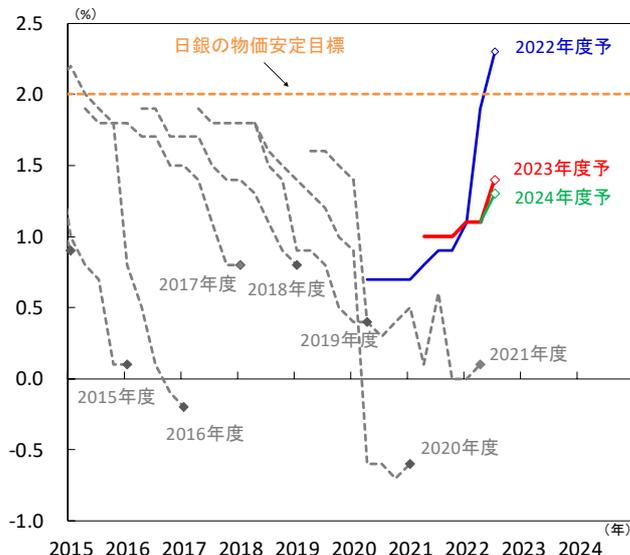
#### 日本 日銀政策委員の大勢見通し

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	消費者物価 (除く生鮮食品・エネルギー)
2022年度	+2.2 ~ +2.5 <+2.4>	+2.2 ~ +2.4 <+2.3>	+1.2 ~ +1.4 <+1.3>
前回(4月)	+2.6 ~ +3.0 <+2.9>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>	+0.8 ~ +1.0 <+0.9>
2023年度	+1.7 ~ +2.1 <+2.0>	+1.2 ~ +1.5 <+1.4>	+1.2 ~ +1.4 <+1.4>
前回(4月)	+1.5 ~ +2.1 <+1.9>	+0.9 ~ +1.3 <+1.1>	+1.1 ~ +1.3 <+1.2>
2024年度	+1.1 ~ +1.5 <+1.3>	+1.1 ~ +1.5 <+1.3>	+1.4 ~ +1.7 <+1.5>
前回(4月)	+1.1 ~ +1.3 <+1.1>	+1.0 ~ +1.3 <+1.1>	+1.2 ~ +1.5 <+1.5>

(前年比、%)

注) 経済・物価情勢の展望(2022年7月)を基に作成、前回は同年4月時点。  
<>内は政策委員見通しの中央値。2021年度の消費者物価指数は実績値。  
出所) 日本銀行より三菱UFJ国際投信作成

#### 日銀政策委員の大勢見通し 消費者物価前年比(除く生鮮食品)



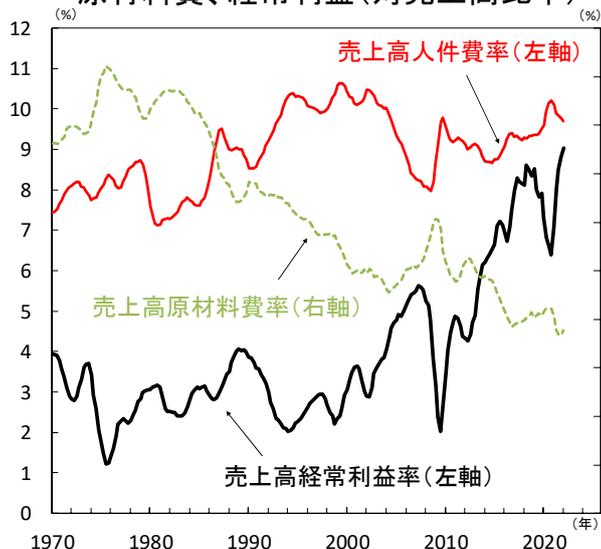
注) 直近値は2022年7月時点。「経済・物価情勢の展望」における政策委員見通しの中央値。  
出所) 日本銀行より三菱UFJ国際投信作成

## 円安基調が続けば業績上方修正の可能性も

- ◆ 部品供給制約や資源価格高騰により、原材料コストの上昇が企業の利益率を下押しする懸念が生じています。日銀短観によると大企業全産業の2022年度計画は増収減益となっています。他方、想定を超える円安ドル高により、輸出企業を中心に収益が上方修正される可能性もあります。
- ◆ 予想EPSは過去最高水準にあるも業績予想は上方・下方修正が拮抗しています。新型コロナや世界的な景気鈍化への警戒感が残る中、予想PERは低水準で推移し業績不安は根強いと言えます。

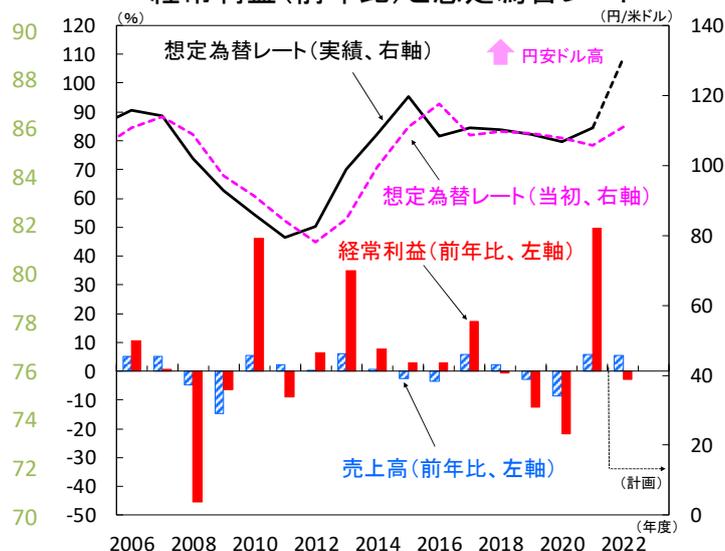
### ● 2022年度企業収益はコスト高懸念から慎重な見通し。一方、円安は上方修正要因

日本 大企業全産業の人件費、  
原材料費、経常利益(対売上高比率)



注) 直近値は2022年1-3月期。4四半期移動平均。  
出所) 財務省より三菱UFJ国際投信作成

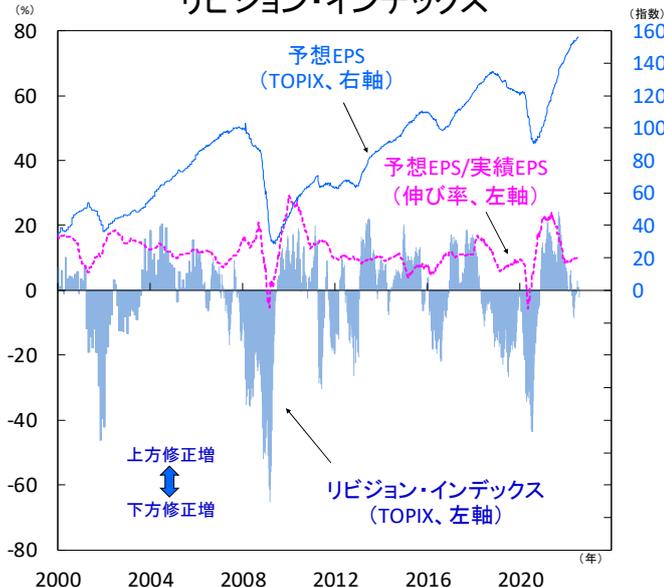
日本 大企業全産業の売上高、  
経常利益(前年比)と想定為替レート



注) 直近値は2022年6月日銀短観による、想定為替レート(実績)は同年7月19日時点の年度平均。想定為替レート(当初)は日銀短観3月調査時の計画。  
出所) 日本銀行より三菱UFJ国際投信作成

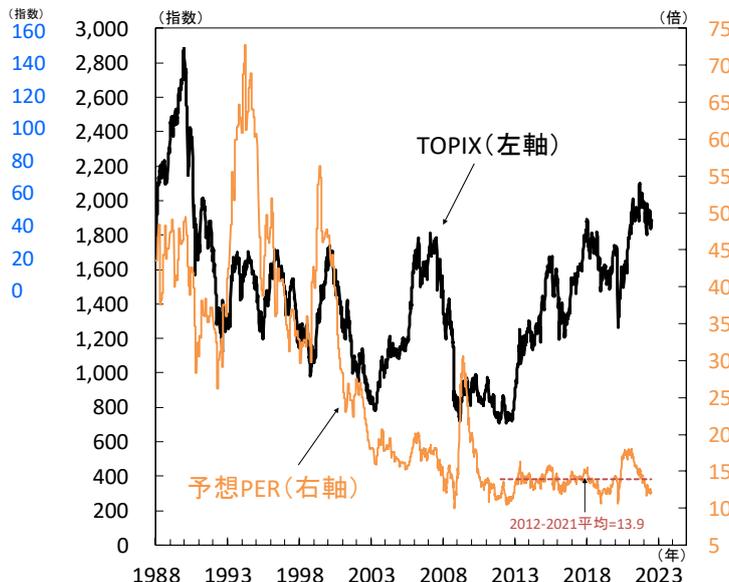
### ● 予想EPSは過去最高水準を更新中、ただ先行き景気不安から低PERが継続

日本 TOPIX予想EPSと  
リビジョン・インデックス



注) 直近値は2022年7月8日。予想EPSは12ヵ月先予想に基づく。リビジョン・インデックスはアナリストの予想の変化(「上方修正」-「下方修正」)。予想EPS/実績EPSは12ヵ月前実績に対する変化率。  
出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

日本 TOPIXと予想PER

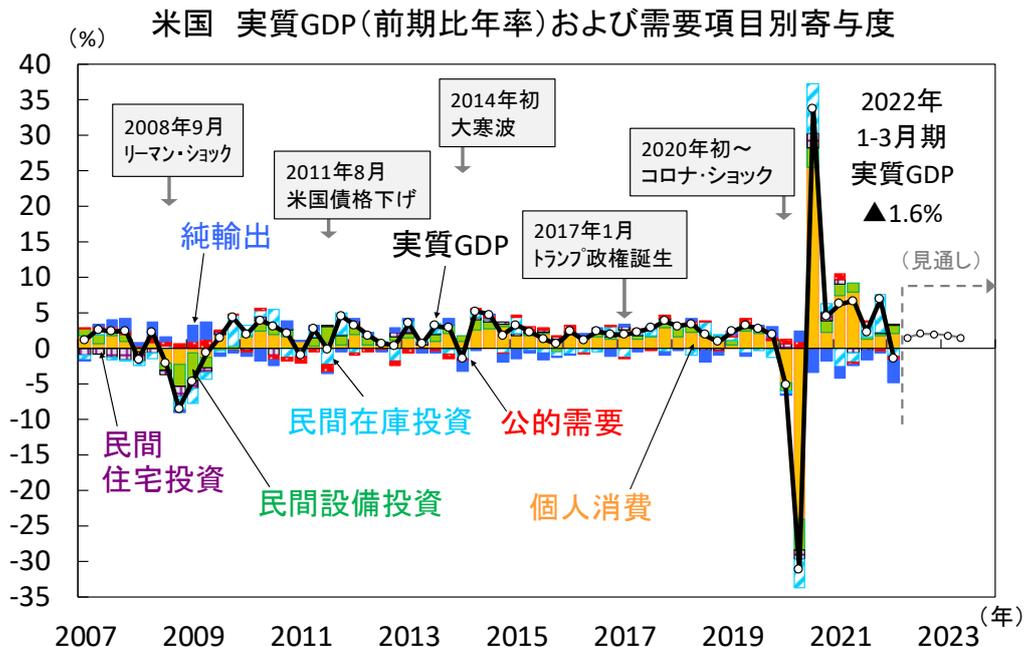


注) 直近値は2022年7月8日。予想PERは12ヵ月先予想に基づく。  
出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

## 4. 米国経済：景気後退は回避へ

- ◆ 2022年1-3月期実質GDP成長率は前期比年率▲1.6%、輸入急増に伴い純輸出（輸出 - 輸入）がマイナスとなった事、および在庫の調整が響きました。一方、個人消費、企業の設備投資や住宅投資は底堅さを示しました。実質GDP成長率が4-6月期もマイナスとなり景気後退入りも心配されます。
- ◆ 目下の景気減速軌道は、2008年の世界同時金融危機(GFC)時に似ています。足元の景気減速は経済活動再開後のスタートダッシュ後のスピード調整、景気後退は回避できるとみています。

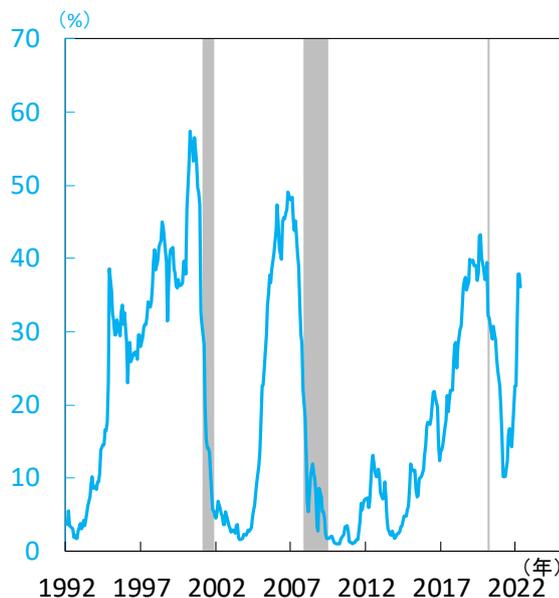
### ● 2022年1-3月期実質GDP成長率はマイナス、2期連続のマイナスを恐れる声も



注) 2022年4-6月期～2023年4-6月期が三菱UFJ国際投信による見通し。

出所) 米BEA (Bureau of Economic Analysis) より三菱UFJ国際投信作成

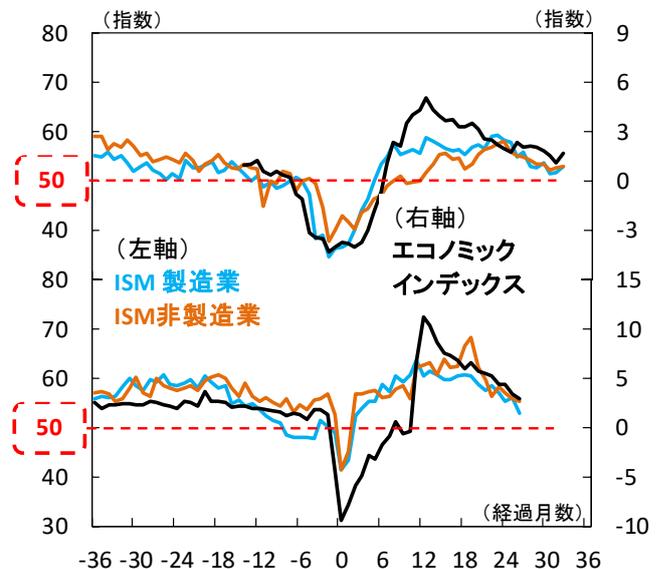
### 米国 景気後退確率



注) 直近値は2022年5月。

出所) Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

### 米国 ISM景気指数とエコノ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 (新型コロナウィルス)流行時における最悪期をゼロとしてその前後36カ月の経過を比較。直近値は2022年6月。

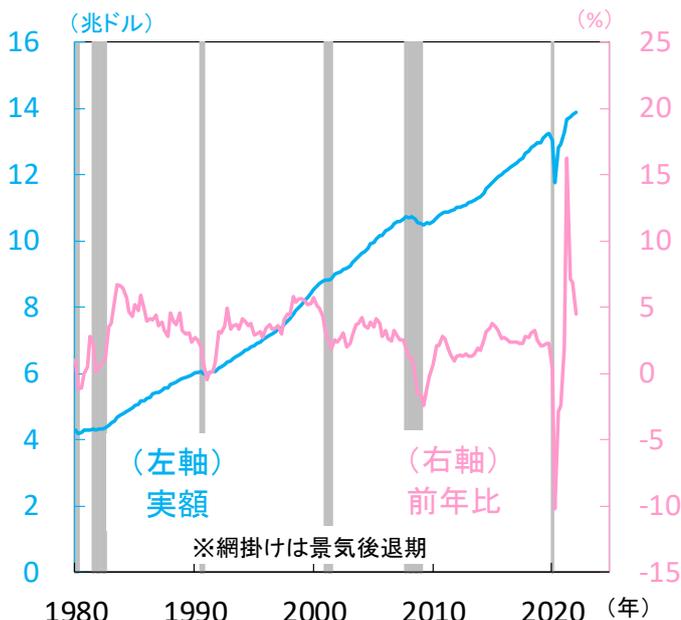
出所) 米ISM、NY連銀より三菱UFJ国際投信作成

## 個人消費は堅調。家計純資産は過去最高水準へ

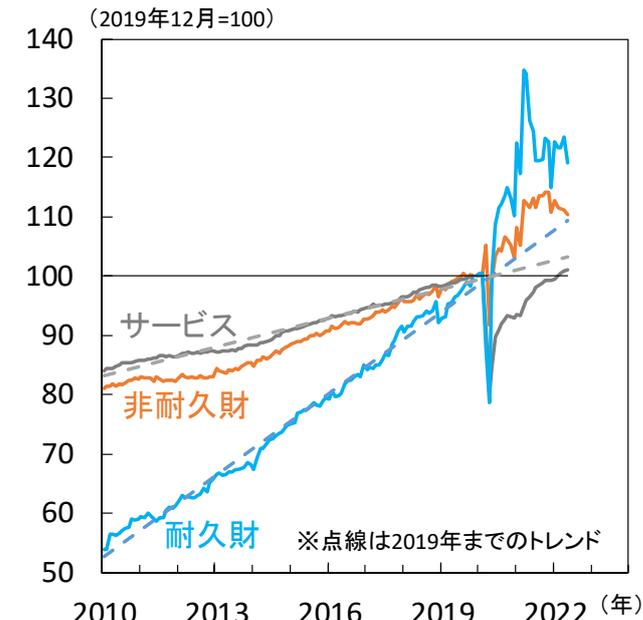
- ◆ 個人消費は堅調を維持しています。コロナ禍の行動制限もほぼなくなり、支出は拡大基調です。出遅れ感の強かったサービス消費も、ようやくコロナ禍前の水準を回復しました。数十年ぶりの高インフレに見舞われ消費者の様子見姿勢は根強いものの、最終需要は底堅く推移するとみています。
- ◆ 家計の実質可処分所得は、昨年にかけて支給されたコロナ禍に伴う補助金等が剥落、足元は前年に比べ減少しています。しかし純資産は潤沢、家計の財務健全性は極めて高いといえるでしょう。

### ● 個人消費は堅調維持。可処分所得は昨年に比べ減少も、純資産は潤沢

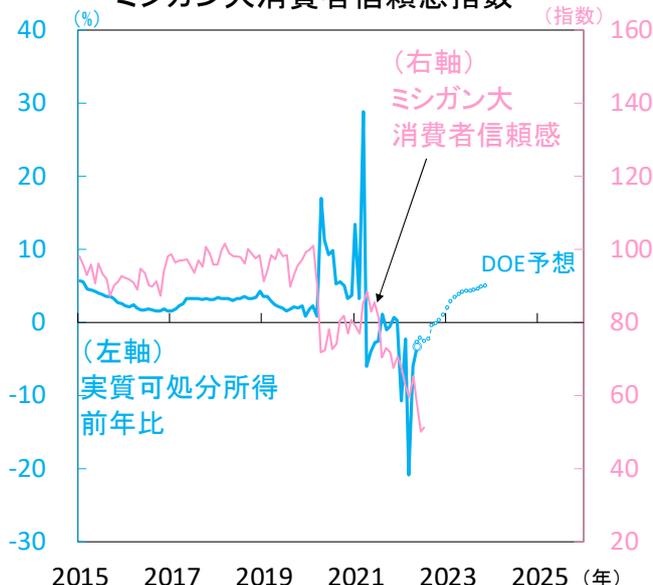
米国 実質個人消費と前年比



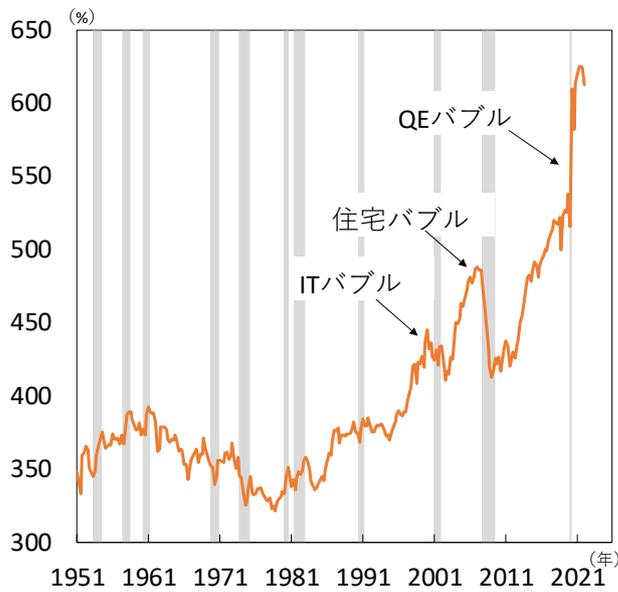
米国 実質個人消費支出(項目別)



米国 実質可処分所得と  
ミシガン大消費者信頼感指数



米国 家計純資産(GDP比)

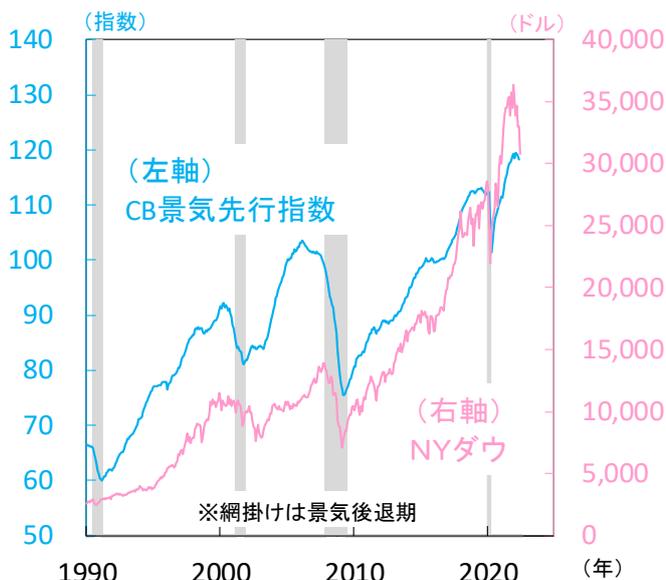


## 景況感の軟化が实体经济を湿らせるか？

- ◆ 米景気先行指数は経済活動再開に伴い堅調に推移、株価も歩調を合わせました。しかし、2022年に入り景気の先行きは堅調を維持も株価は軟調です。消費者信用残高の伸びも堅調を維持する中、景況感が崩れ实体经济を湿らせる事に繋がるか？景気の先行きを見極める鍵になりそうです。
- ◆ 住宅販売は足元勢いを失いつつありますが、住宅在庫不足に伴い価格は上昇しています。しかし、着工、建築中の未完成住宅は増加中、住宅の需給バランス回復が価格安定の鍵となりそうです。

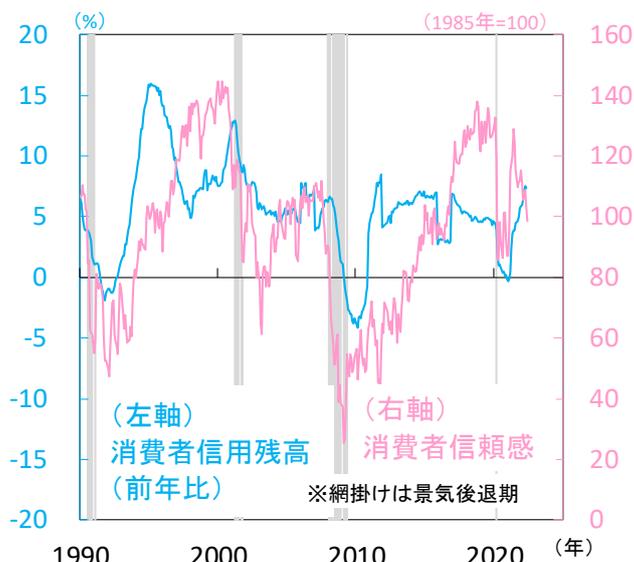
### ● 景気は減速に向かっている

米国 CB景気先行指数とNYダウ



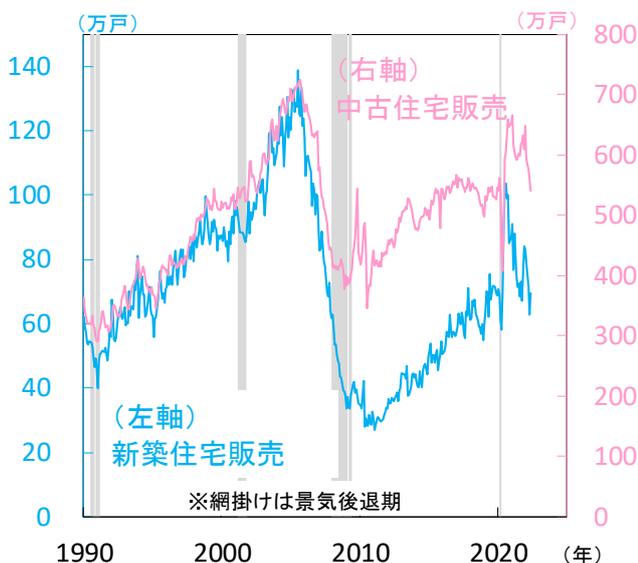
出所) Dow Jones、Conference Boardより三菱UFJ国際投信作成

米国 消費者信用残高(前年比)と消費者信頼感指数



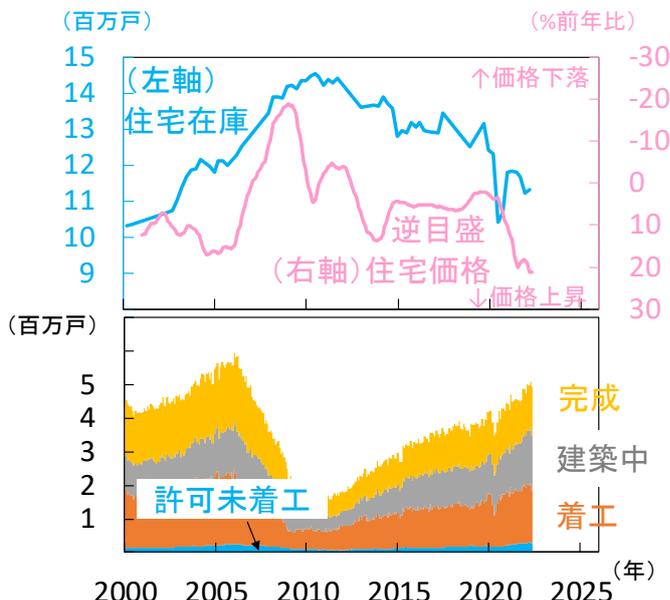
出所) 米FRB (Federal Reserve Board)、CBより三菱UFJ国際投信作成

米国 新築・中古住宅販売(年率)



出所) 米Census Bureau、NAR (National Association of Realtors.) より三菱UFJ国際投信作成

住宅市場 在庫、価格(上段)と新築住宅着工進捗別件数(下段)



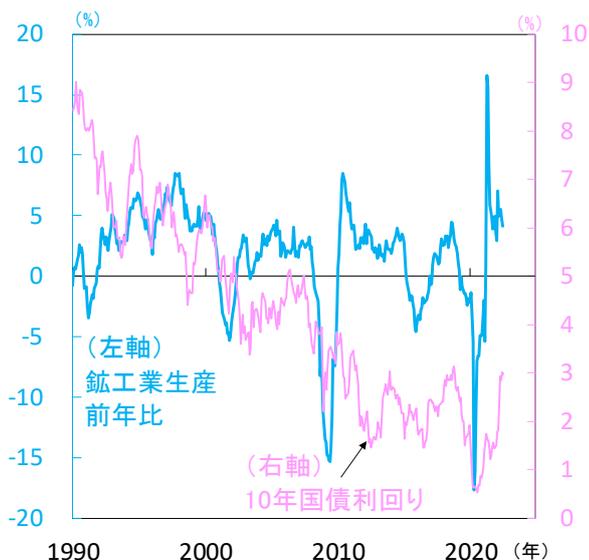
出所) US Census Bureau、S&Pより三菱UFJ国際投信作成

# 足元、生産活動は堅調。先行きは需要や在庫の正常化に応じ調整も

- ◆ コロナ禍における経済活動再開以降、ウクライナ情勢に伴う資源高や中国での都市封鎖による物流網混乱や部品調達難など、多くの困難の中でも生産活動は総じて堅調です。工場等の設備稼働率は、新たな投資が必要とされる80%を超えています。正にフル稼働に近い状態と言えます。
- ◆ 生産増加に伴い在庫も高水準です。既に企業は経済活動再開後直後の需要急増をこなした模様です。先行きは需要や在庫の正常化を目指し、企業の生産活動も調整局面に入るとみています。

## ● 堅調な企業の生産活動。先行きは需要や在庫の正常化に応じ生産もスピード調整

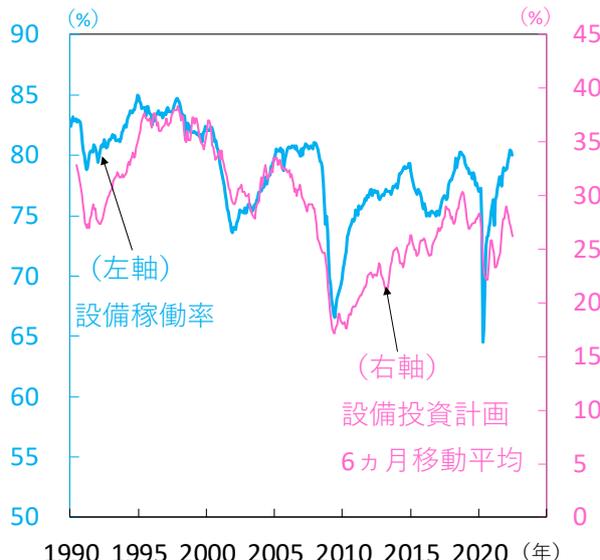
### 米国 鉱工業生産と10年国債利回り



注) 直近値は鉱工業生産は2022年6月。10年国債利回りは2022年7月15日。

出所) 米FRB、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

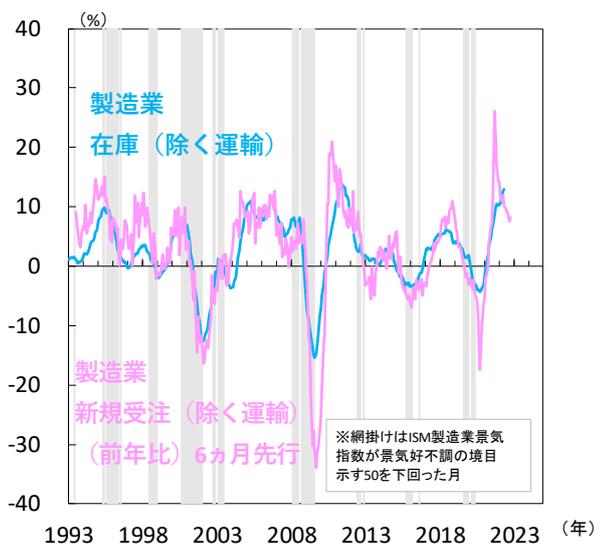
### 設備稼働率と設備投資計画



注) 直近値は2022年6月。

出所) 米FRB、NFIB (National Federation of Independent Business) より三菱UFJ国際投信作成

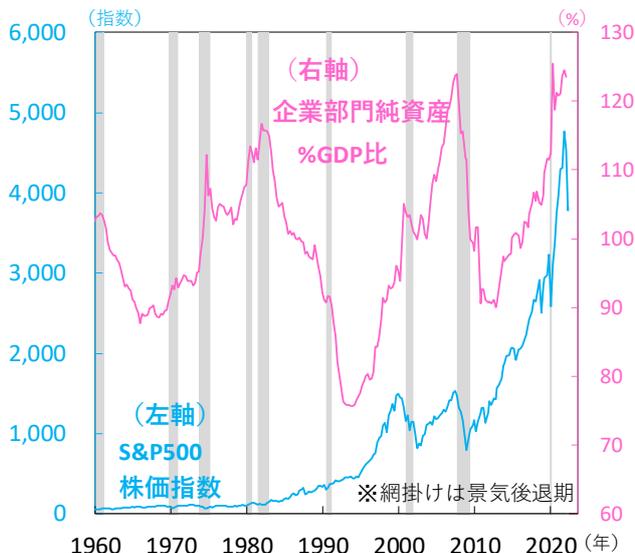
### 米国 製造業在庫と新規受注指数



注) 直近値は2022年5月。

出所) 米Census Bureauより三菱UFJ国際投信作成

### 米国 企業部門純資産とS&P株価指数



注) 直近値は企業部門純資産は2022年3月期、S&P500株価指数は同年7月15日。

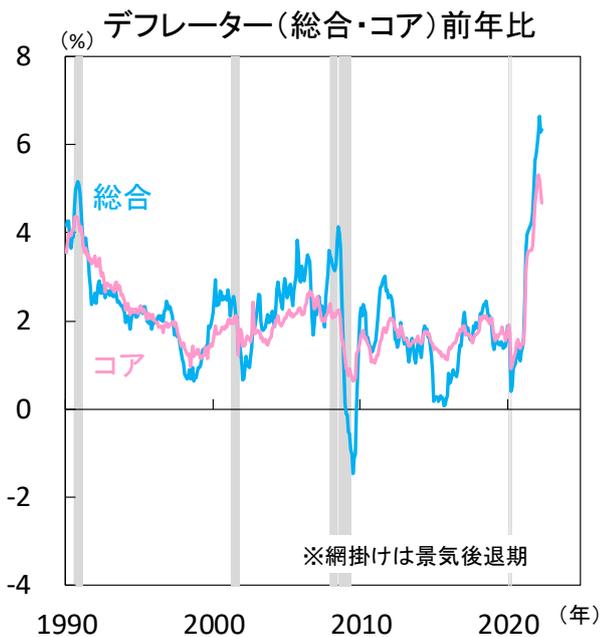
出所) 米FRB、S&Pより三菱UFJ国際投信作成

物価：資源価格の下落、生産性回復で先行き軟化を予想

- ◆ 米FRB(連邦準備理事会)が物価指標として注目する個人消費支出(PCE)デフレーターは、足元総合で前年比+6.3%と、FRBが目指す物価目標(同+2.0%)を大きく上回ります。資源高やこれに伴う中間財不足に加え、労働需給の引き締まりに伴う賃金上昇などがサービス価格を押し上げています。
- ◆ もっとも、物価は先行き緩やかに軟化するとみています。資源価格は既に下落、物流目詰まり等供給制約緩和、住宅価格下落、労働生産性の先行き改善による賃金上昇率減速等が期待されます。

● 物価は先行きピークアウトへ。労働生産性改善が賃金上昇率をオフセットへ

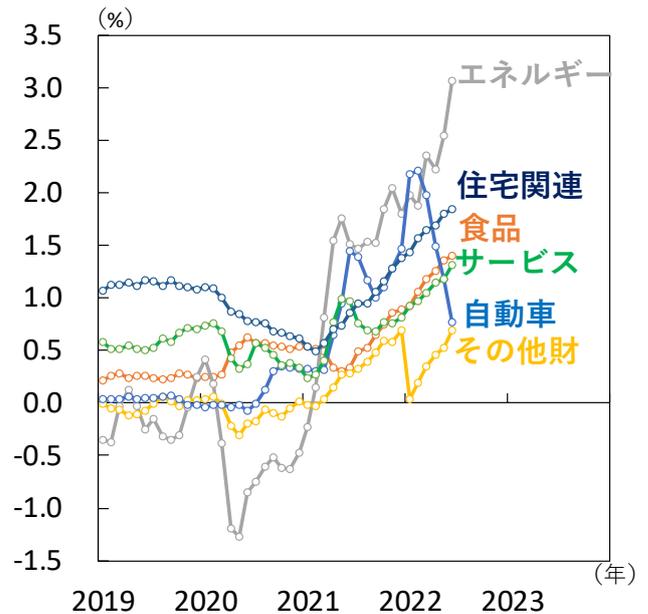
個人消費支出



注) コアは変動幅の大きい食品、エネルギー価格を除き総合。直近値は2022年5月。

出所) 米BLSより三菱UFJ国際投信作成

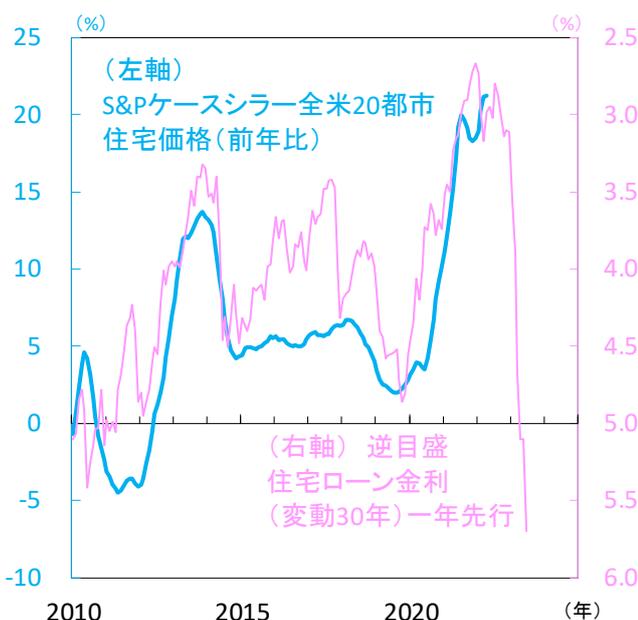
米消費者物価上昇率(項目別寄与度)



注) 直近値は2022年6月。

出所) 米BLSより三菱UFJ国際投信作成

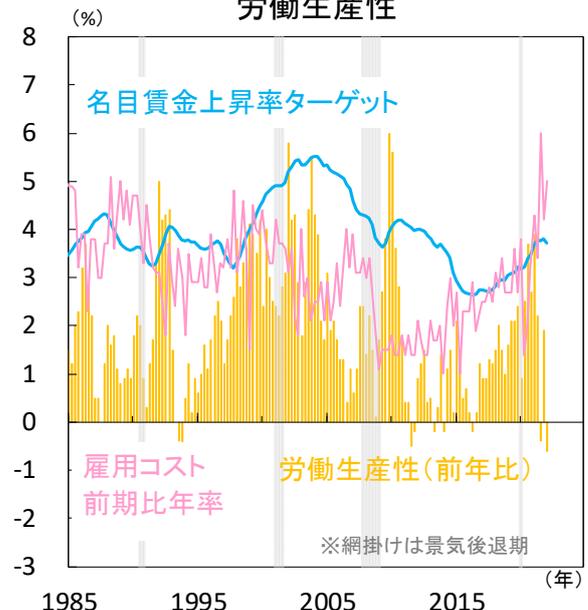
住宅価格上昇率と住宅ローン金利



注) 直近値はS&Pケースシラーは2022年4月、住宅ローン金利は同年7月8日。

出所) 米S&P、Mortgage Bankers Associationより三菱UFJ国際投信作成

賃金上昇率ターゲット、雇用コスト 労働生産性



注) 直近値は2022年3月。名目賃金上昇率ターゲットは、物価上昇率目標(=2%)と整合的な名目賃金上昇率。労働生産性(前年比)の5年移動平均値+物価上昇率目標とした。

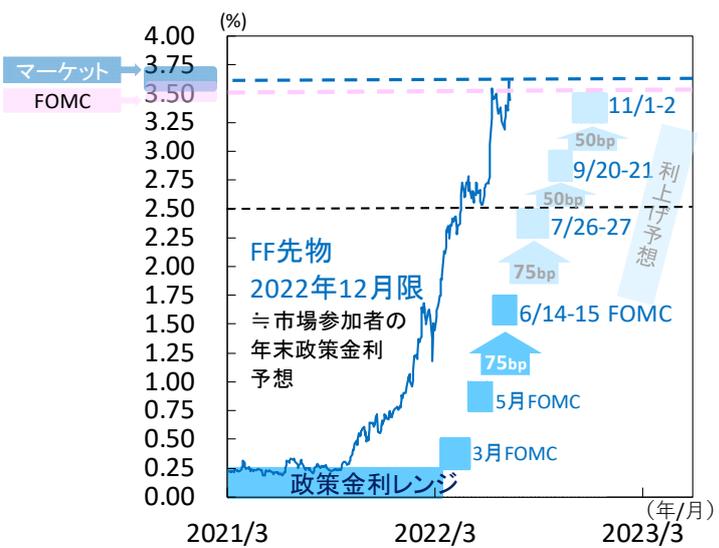
出所) 米BLSより三菱UFJ国際投信作成

## 金融政策：早期(9月)中立金利超えを予想

- ◆ 米FRB(連邦準備理事会)は高騰続く物価に対処するため、政策金利を9月にも中立金利(景気を過熱も減速もさせぬ金利水準)を上回る水準に引き上げるとみています。そして、年末の米FOMC(連邦公開市場委員会)を待たず、政策金利は3.5%(6月FOMCの見通し)に達する見込みです。
- ◆ 金融環境が過度に引き締まっても、景気後退は回避可能とみています。早期大幅利上げは物価軟化を後押しする上、家計、企業共にこの間の金融引き締めへの耐久力は十分あるとみています。

### ● 物価高騰は早期大幅利上げで退治。経済主体には耐性あり景気後退は回避へ

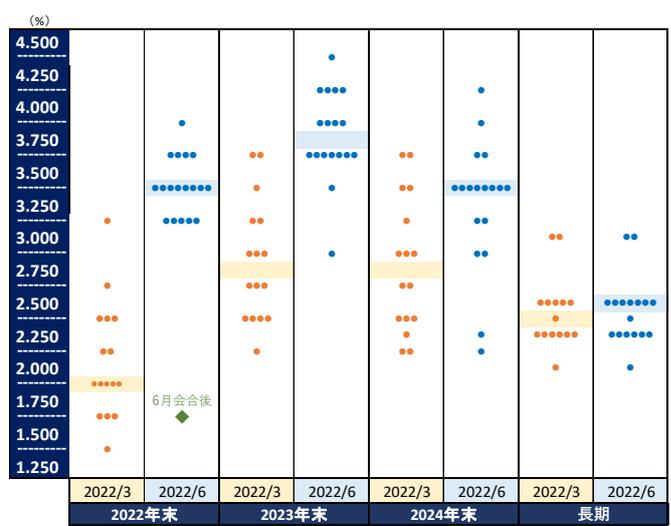
米国 FF金利先物と利上げ予想



注) FF先物の直近値は2022年7月15日。黒点線は中立金利、ピンク点線はFOMCの年末政策金利見通し。

出所) FOMCより三菱UFJ国際投信作成

2022年6月 FOMCメンバー政策金利見通し



注) 塗りつぶしはFOMC参加者16名(前回は18名)による政策金利見通しの中央値。長期見通しは1名不提出。

出所) FOMCより三菱UFJ国際投信作成

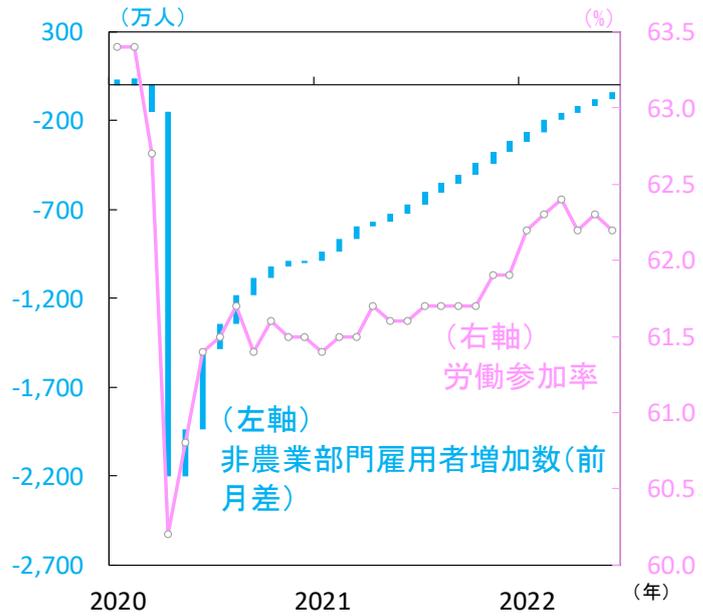
2022年6月 FOMCメンバー経済見通し

(単位:%)	2022	2023	2024	長期
実質GDP (前年比)	1.7 (2.8)	1.7 (2.2)	1.9 (2.0)	1.8 (1.8)
失業率	3.7 (3.5)	3.9 (3.5)	4.1 (3.6)	4.0 (4.0)
PCEデフレーター (総合/前年比)	5.2 (4.3)	2.6 (2.7)	2.2 (2.3)	2.0 (2.0)
PCEデフレーター (コア/前年比)	4.3 (4.1)	2.7 (2.6)	2.3 (2.3)	-

注) 実質GDP成長率は前年比、物価(総合・コア)は個人消費支出デフレーター前年比。

出所) FOMCより三菱UFJ国際投信作成

米雇用統計 労働参加率



注) 直近値は2022年6月。非農業部門雇用者増加数(前月差)は2020年1月からの積み上げで表示。

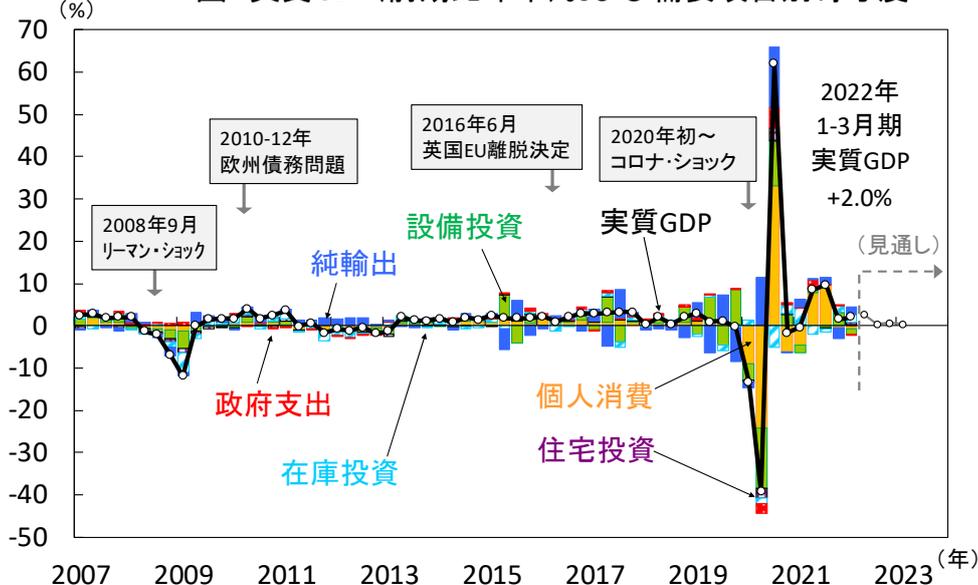
出所) 米BLSより三菱UFJ国際投信作成

## 5. 欧州経済：意識されるスタグフレーションのリスク

- ◆ ユーロ圏の2022年1-3月期実質GDP成長率は前期比年率+2.0%と、前期から伸び率が大幅に加速。新型コロナ感染抑制策の段階的な解除やEU復興基金を通じた財政政策、雇用情勢の持続的改善等を背景に、域内景気は予想以上に底堅く推移し、回復基調を維持しました。
- ◆ しかし、ウクライナ紛争の長期化や高インフレの継続、世界的な金融引締め等を受けて、域内の景況感指標は低下基調を強め、4-6月期以降の景気減速は不可避の様相を呈しています。

### ●パンデミックからの経済活動の正常化は進み、1-3月期は予想以上に高成長

ユーロ圏 実質GDP(前期比年率)および需要項目別寄与度

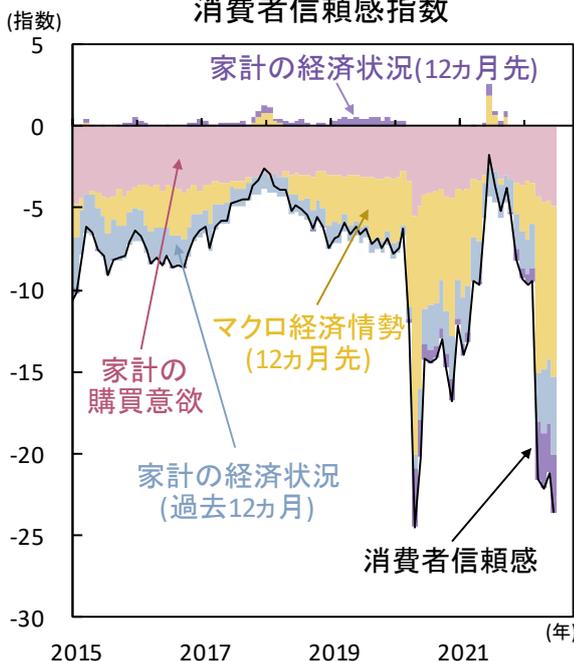


注) 実績の直近値は2022年1-3月期。  
2022年4-6月期～2023年4-6期は三菱UFJ国際投信による見通し。

出所) Eurostat (欧州統計局) より三菱UFJ国際投信作成

### ●高インフレ・供給制約等を背景に家計・企業の先行き見通しは悲観的に

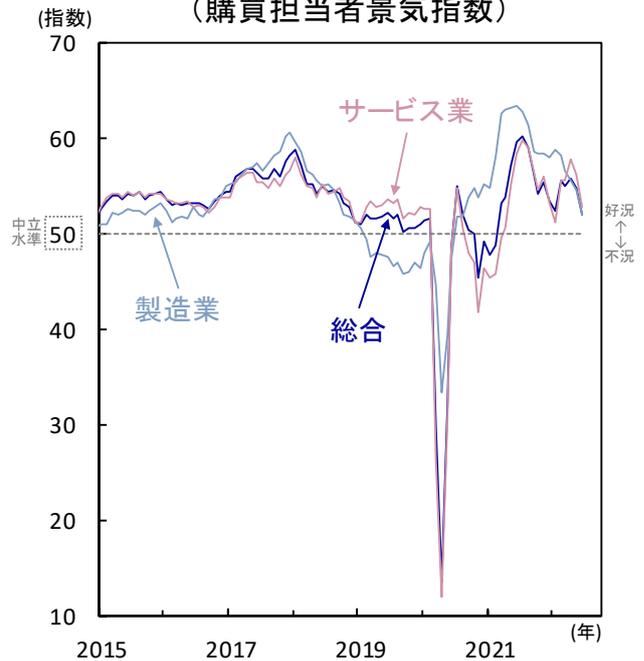
ユーロ圏 消費者信頼感指数



注) 直近値は2022年6月。

出所) EC (欧州委員会) より三菱UFJ国際投信作成

ユーロ圏 PMI (購買担当者景気指数)



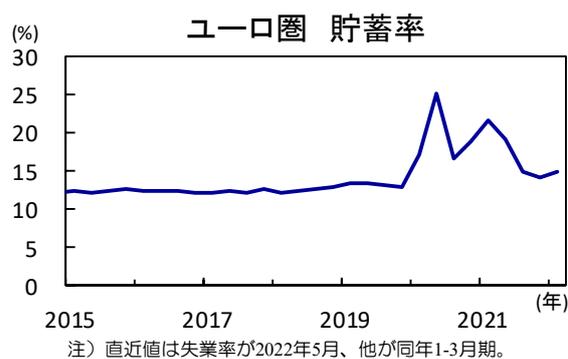
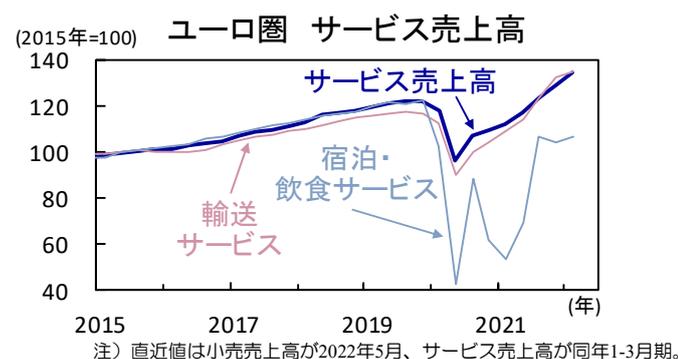
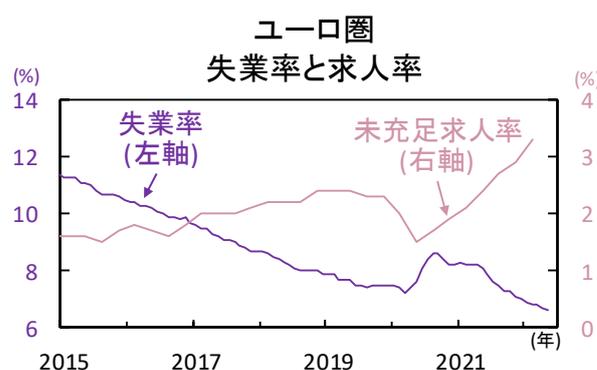
注) 直近値は2022年7月(速報値)。

出所) S&Pグローバルより三菱UFJ国際投信作成

## 4月以降の回復力は限定的

- ◆ ユーロ圏ではインフレ加速が一段と進む中、対人サービス業を中心としたパンデミックからのリベンジ消費は4月以降、一服しつつあります。堅調な雇用情勢は継続も、高インフレによる可処分所得の圧迫は続き、家計の先行き懸念は根強く、域内消費は当面弱含みな推移が予想されます。
- ◆ 自動車産業を中心に域内の生産活動は引続き停滞。供給制約は漸く緩和に転じつつも、ウクライナ情勢や中国のゼロコロナ政策等を巡る不透明感は残り、回復力に欠ける状況は続きそうです。

### ●パンデミックからのリベンジ消費は一服へ



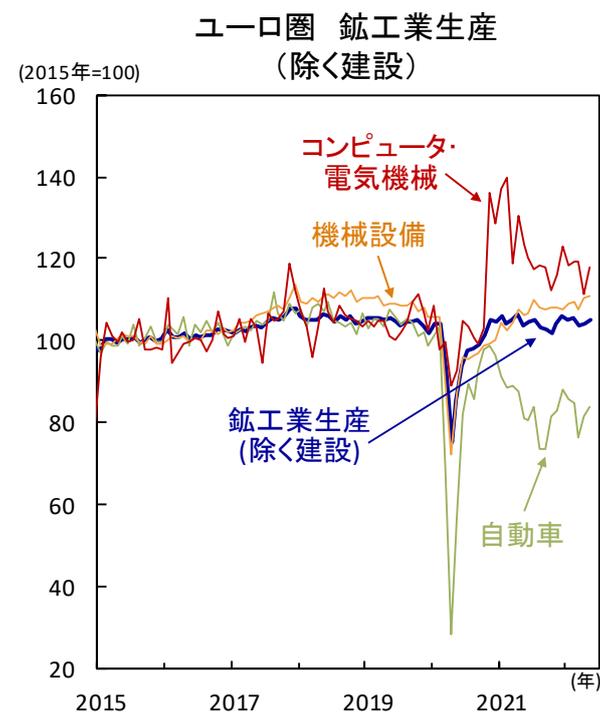
注) 直近値は小売売上高が2022年5月、サービス売上高が同年1-3月期。

注) 直近値は失業率が2022年5月、他が同年1-3月期。

出所) Eurostatより三菱UFJ国際投信作成

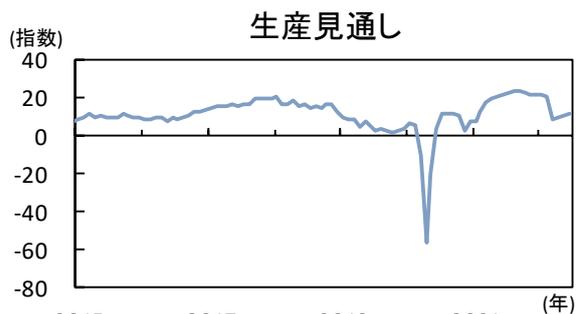
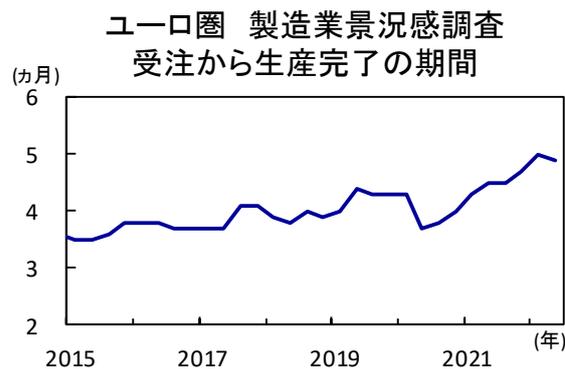
出所) Eurostatより三菱UFJ国際投信作成

### ●供給制約に緩和の兆しも、引続き生産活動を抑制



注) 直近値は2022年5月。

出所) Eurostatより三菱UFJ国際投信作成



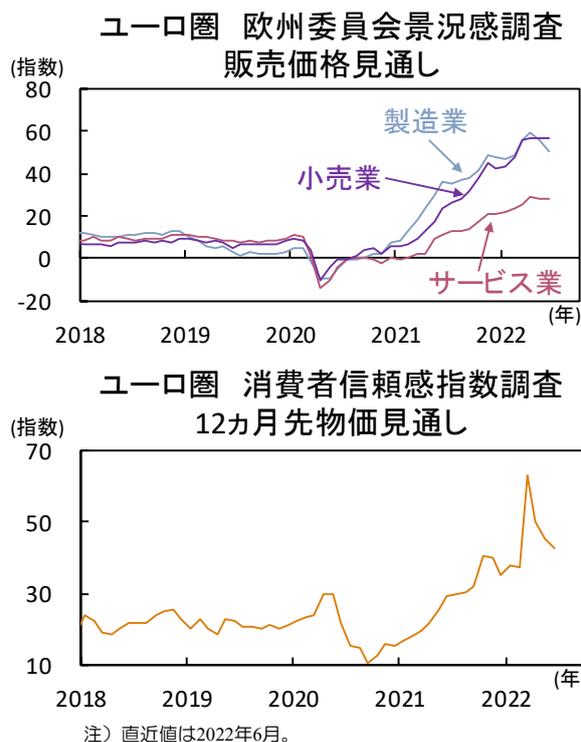
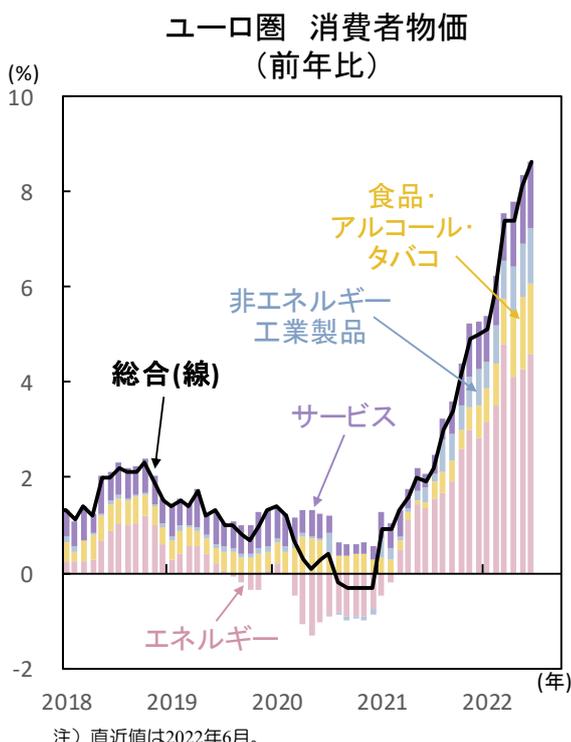
注) 直近値は上段が2022年4-6月期調査、下段は同年6月調査。

出所) ECより三菱UFJ国際投信作成

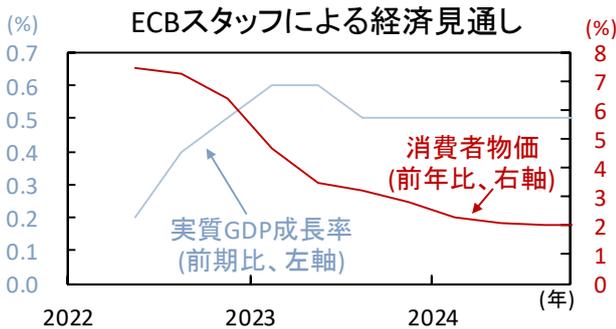
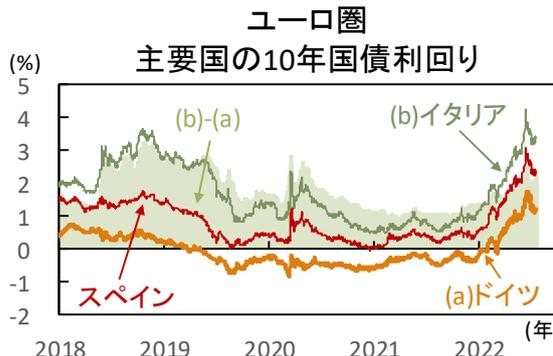
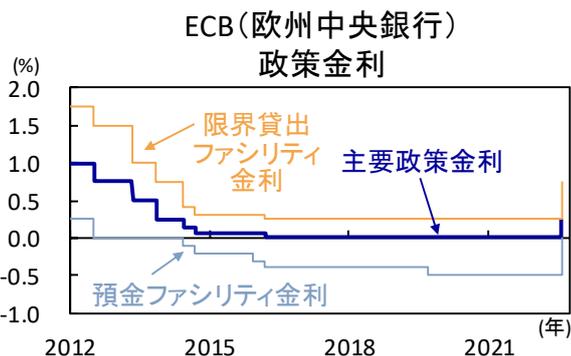
## インフレ圧力は更に強まり、ECBは利上げを開始

- ◆ ユーロ圏では、資源価格の高騰が続き、インフレ圧力の高まりはより広範囲に拡大。今秋には、インフレ加速がピークアウトすると期待されるものの、インフレ率の高止まりは当面続く見込みです。
- ◆ ECB(欧州中央銀行)は、景気先行きを過度に悲観せず、高インフレの長期化への警戒を強め、7月政策理事会で0.5%の大幅利上げに踏切り、マイナス金利の解除を前倒し。同時に、南欧諸国の金利急騰を抑制する市場分断対応措置も導入し、インフレ抑制重視の姿勢がより鮮明化しています。

### ●インフレ加速は今秋にピークアウトの兆しも、高止まりが継続する見込み



### ●ECBはインフレ抑制重視の姿勢を強め、金融引締めを積極化



市場分断対応措置の概要

名称	TPI (トランスマッション・プロテクション・インスツルメント)
導入時期	2022年7月22日
対象国選定条件	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ EU財政規律の順守 EDP適用・欧州理事会勧告違反なし</li> <li>■ 深刻なマクロ不均衡なし EIP適用・欧州理事会勧告違反なし</li> <li>■ 財政の持続性 欧州委員会・IMF・ECB等の分析を勘案</li> <li>■ 持続可能なマクロ経済政策運営 EU復興基金、ヨーロッパ・セメスターの計画順守</li> </ul>
買入規模	事前制約はなく、有効な規模 (公的部門債券: 残存期間1-10年)

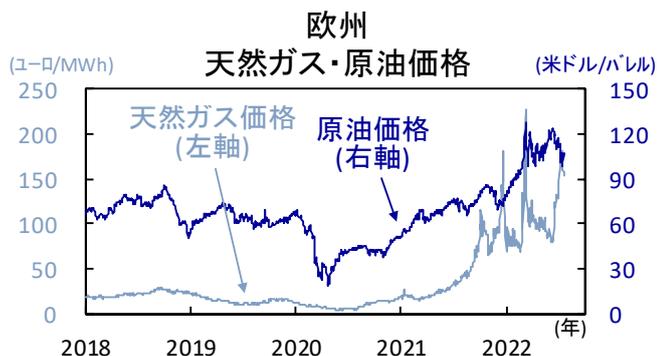
注) 上段の直近値は2022年7月18日。  
EDP: 財政赤字是正手続、EIP: 過剰不均衡是正手続。

出所) Refinitiv、ECBより三菱UFJ国際投信作成

# 強まるエネルギー供給不安

- ◆ ウクライナ情勢が膠着する中、ロシアは6月中旬、パイプラインを通じたドイツへの天然ガス供給を大幅削減。天然ガス価格は急騰し、ドイツを中心にユーロ圏への景気後退懸念が急浮上しています。
- ◆ ロシア産エネルギーからの脱却を目指して、EU(欧州連合)は「REPowerEU」を発表し、年末までに域内のロシア産天然ガス需要を3分の2程度削減する計画を公表。しかし、短期的に不足分を十分に代替調達することは困難とみられ、年末から来年にかけての景気への悪影響が強く懸念されます。

## ●天然ガス供給を巡る不透明感は強まり、景気後退懸念が台頭



## ECB エネルギー供給制約下のユーロ圏の経済見通し

	2022年	2023年	2024年
成長率	+1.3%	▲1.7%	+3.0%
インフレ率	8.0%	6.4%	1.9%

注) 2022年6月時点。2022年7-9月期以降、ロシアからのエネルギー輸入が停止し、短期的に代替できず、価格高騰・ガス割当制となる場合。

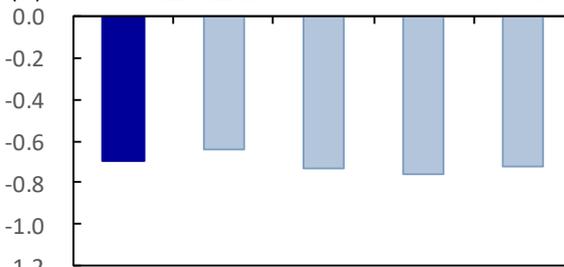
## 主要国 エネルギー自給率とロシアへの依存度

	1次エネルギー自給率	ロシアへの依存度		
		石油	天然ガス	石炭
ドイツ	35%	35%	59%	22%
フランス	55%	16%	20%	30%
イタリア	25%	17%	40%	50%
英国	75%	11%	5%	36%
アメリカ	106%	1%	0%	0%

注) 原油価格は北海ブレント先物(期近物)、天然ガス価格はワグナ TTF先物(期近物)。直近値は上段が2022年7月19日、下段が2020年。

出所) Refinitiv、IEA、Eurostatより三菱UFJ国際投信作成

## 天然ガス供給が10%減少した際のユーロ圏・主要国GVAへの下押し効果



注) ECB試算。GVA: 総付加価値。

出所) ECBより三菱UFJ国際投信作成

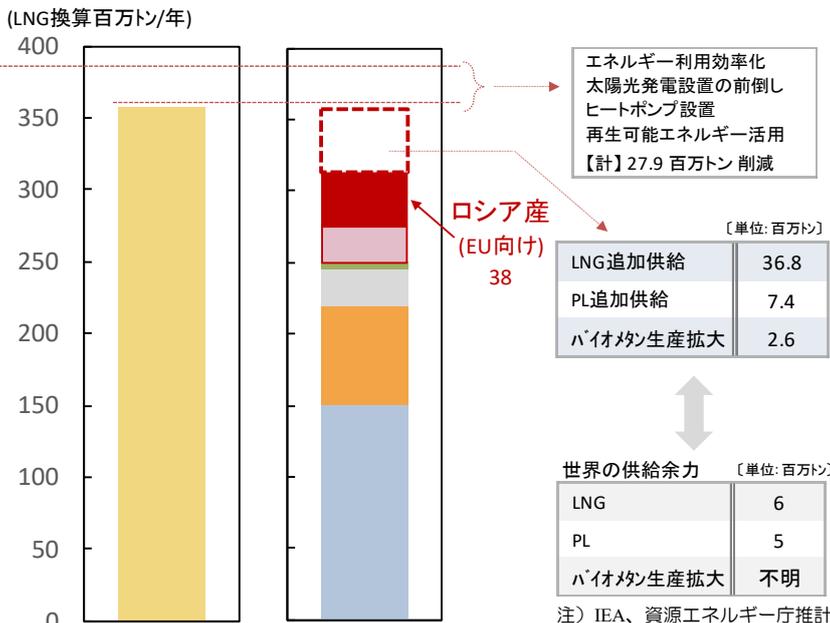
## ●EUはロシア産エネルギーからの脱却を目指すも、代替量確保は困難の様相

### 欧州 従来の天然ガス需給



注) IEA予測(2022年1月時点)。PL: パイプライン。

### 欧州「REPowerEU」によるロシア産ガス代替計画



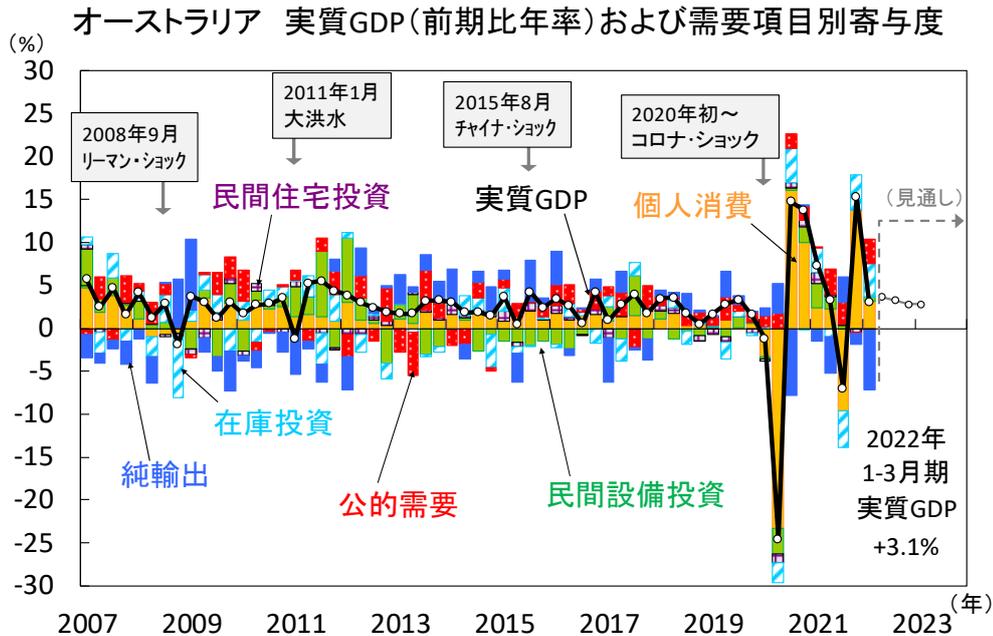
注) IEA、資源エネルギー庁推計

出所) IEA、EC、各種報道より三菱UFJ国際投信作成

## 6. オーストラリア（豪州）：豪中銀は利上げに積極的な姿勢に

- ◆ 2022年1-3月期の実質GDP成長率は、好調な個人消費、公的需要の拡大、在庫投資の増加を背景に堅調でした。純輸出については、実質輸出が小幅減少した一方、輸入が急増したため大幅なマイナス寄与となりました。個人消費を中心に国内需要は底堅く、先行きも堅調な成長が予想されます。
- ◆ 物価高と利上げによる先行き不透明感を背景に消費者と企業のマインドは悪化しています。一方、依然として高い貯蓄率に支えられ個人消費は堅調であり、企業活動も底堅く推移しています。

### ● 実質GDP成長率は好調な個人消費に支えられ堅調な伸び

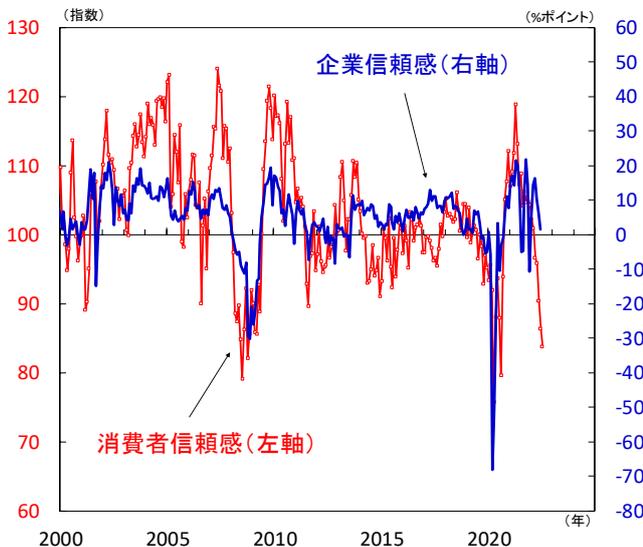


注) 実績の直近値は2022年1-3月期。2022年4-6月期～2023年1-3月期が三菱UFJ国際投信による見通し。

出所) オーストラリア統計局より三菱UFJ国際投信作成

### ● 物価高、利上げを背景にマインド悪化がみられるも、高貯蓄に支えられ消費は堅調

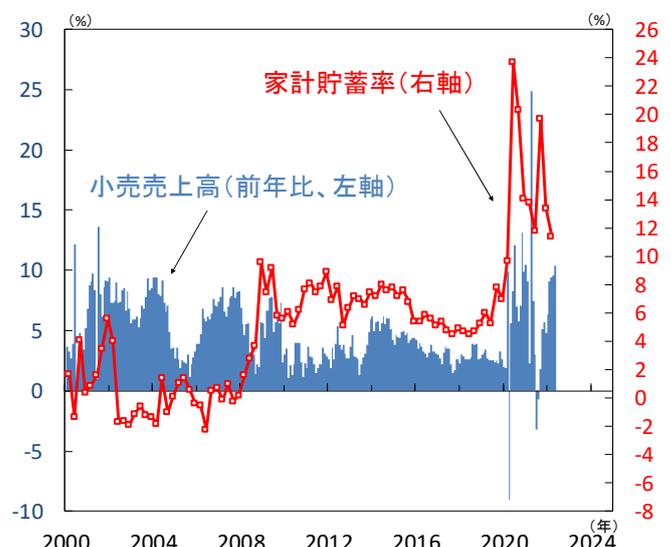
オーストラリア  
企業信頼感と消費者信頼感



注) 直近値は企業信頼感が2022年6月、消費者信頼感が同年7月。

出所) NAB、ウエストバック銀行より三菱UFJ国際投信作成

オーストラリア  
家計貯蓄率と小売売上高



注) 直近値は家計貯蓄率が2022年1-3月期、小売売上高が同年5月。

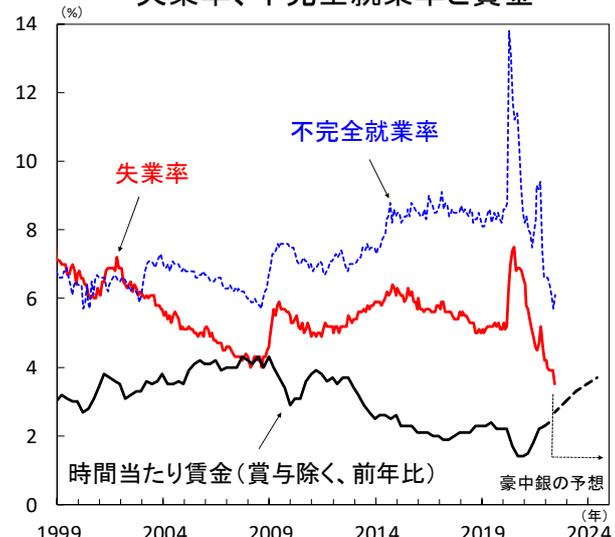
出所) オーストラリア統計局より三菱UFJ国際投信作成

# 豪中銀がインフレ懸念で大幅利上げに踏み切る

- ◆ 足元の失業率と労働市場の広範な「スラック」を示す不完全就業率は大幅に低下し、労働需給の逼迫を示しています。7月から最低賃金が5.2%引き上げられる事を考慮すれば、今後賃金上昇率は一段と加速する可能性が高く、豪中銀のインフレ見通しは上方修正される見込みです。
- ◆ 豪中銀は7月に政策金利を0.50%引上げ1.35%とし、今後数ヶ月間に金融政策の正常化を更に進めるとしました。一方で住宅価格の下落など金利・物価上昇の影響にも注視する姿勢を示しています。

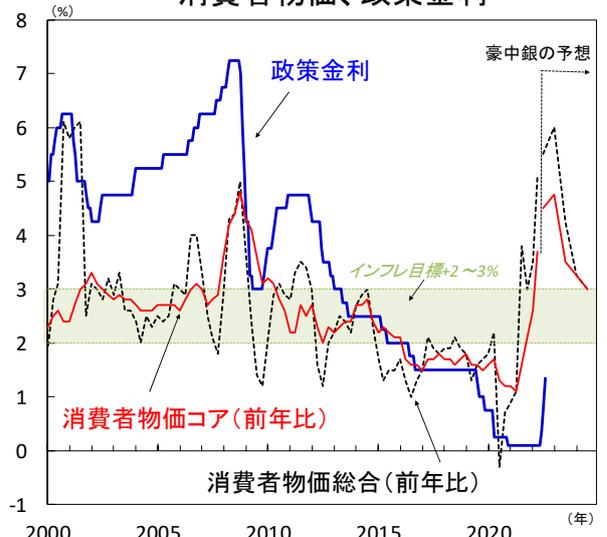
## ● 労働需給は一段とひっ迫し賃金上昇は加速へ、物価は想定を超える上昇見込み

### オーストラリア 失業率、不完全就業率と賃金



注) 直近値は時間当たり賃金が2022年1-3月期、その他が同年6月。豪中銀の予想は同年5月時点の基本シナリオ。不完全就業は就業するも労働条件が劣っていたり就業が不安定のため半失業状態にあること。  
出所) オーストラリア統計局、豪中銀より三菱UFJ国際投信作成

### オーストラリア 消費者物価、政策金利



注) 直近値は消費者物価が2022年1-3月期、政策金利は同年7月20日時点。消費者物価コアはトリム平均。豪中銀の予想は同年5月時点の基本シナリオ。  
出所) オーストラリア統計局、豪中銀より三菱UFJ国際投信作成

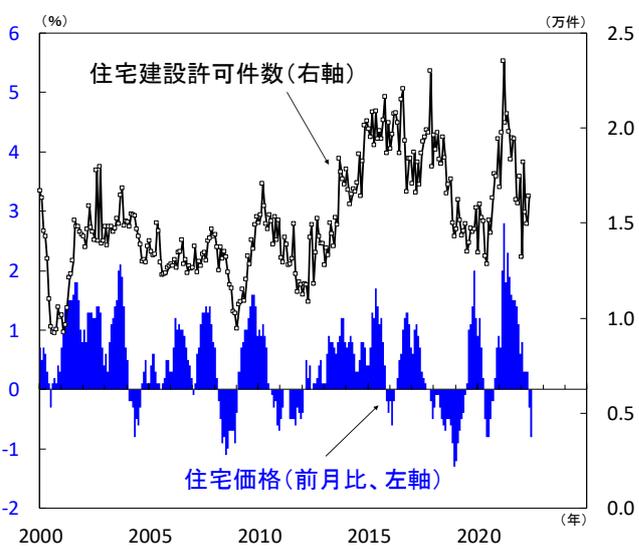
## ● 金融市場は大幅利上げを織り込む、金利上昇の影響で住宅価格は下落に転じる

### オーストラリア 10年国債利回り、期待インフレ率と豪ドル



注) 直近値は2022年7月19日。BEIはブレーク・イーブン・インフレ率。  
出所) Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

### オーストラリア 住宅価格と住宅建設許可件数

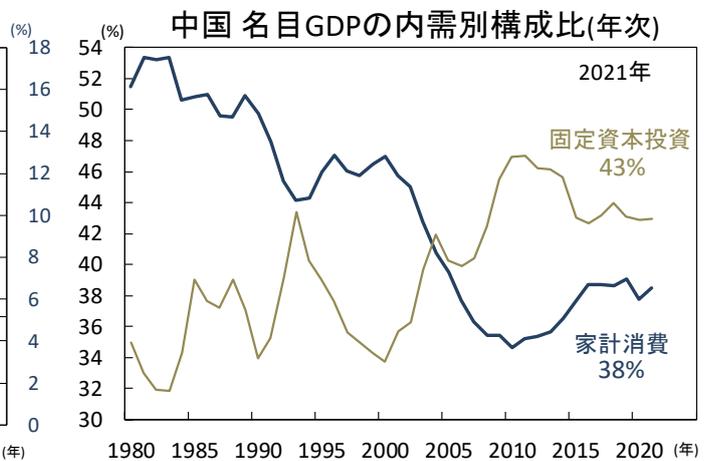
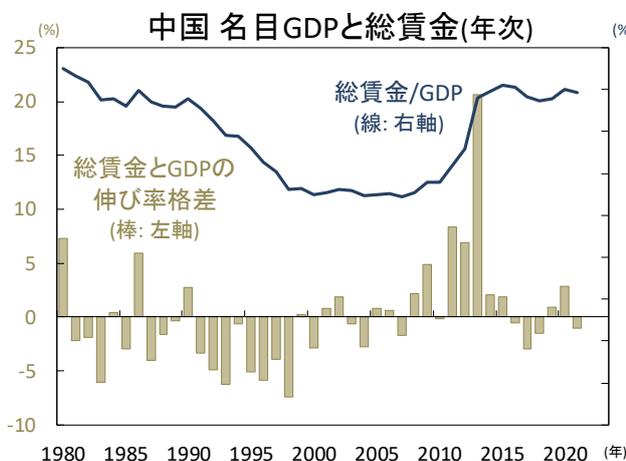
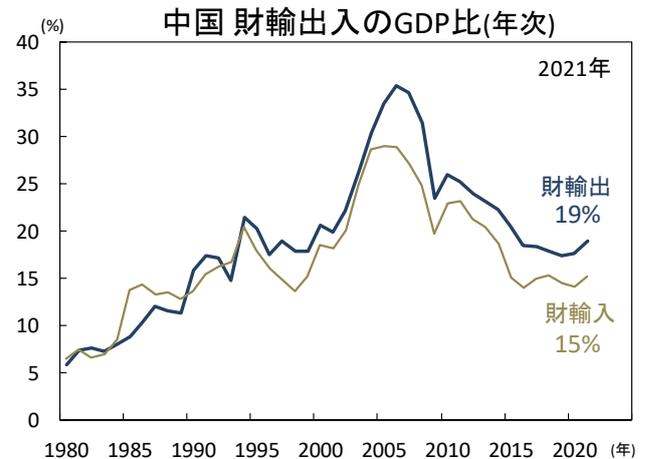
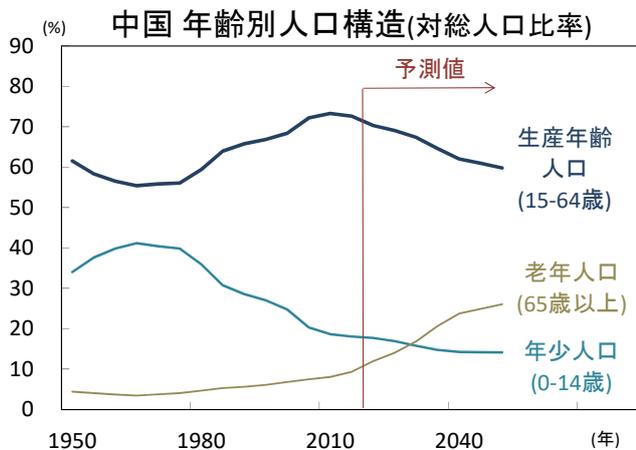
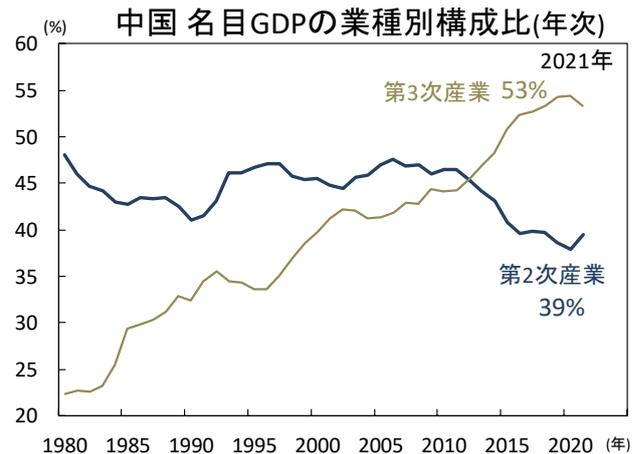
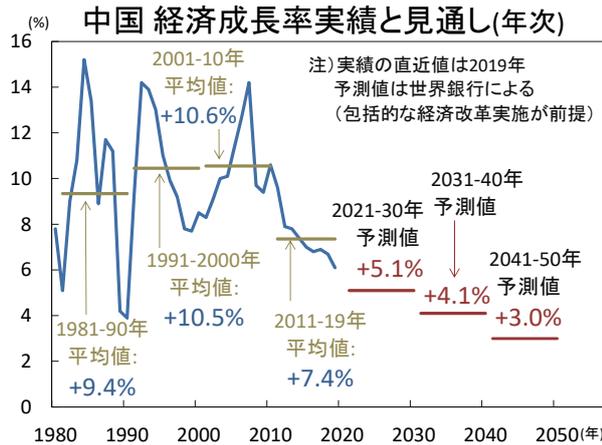


注) 直近値は住宅建設許可件数が2022年5月、住宅価格が同年6月。  
出所) オーストラリア統計局、コアロジックより三菱UFJ国際投信作成

## 7. 中国経済：不動産投資や家計消費の低迷からもたつく景気回復

- ◆ 近年の中国の成長率鈍化の主因は中期的な潜在成長力の低下です。背景には高齢化に伴う生産年齢人口の伸びの鈍化や農村部から都市部の工業部門への労働力移転の一巡があります。
- ◆ 過去30年の高成長の過程では、輸出と投資の伸びが成長をけん引。貿易・投資自由化に伴う世界経済との統合、人為的な低金利などが背景でした。しかし、労働力不足の顕在化とともに人件費は上昇。今後は成長率が低下するとともに、総需要に占める家計消費の比重が上昇する見込みです。

### ● 中期的に低下する潜在成長力と変化する経済構造



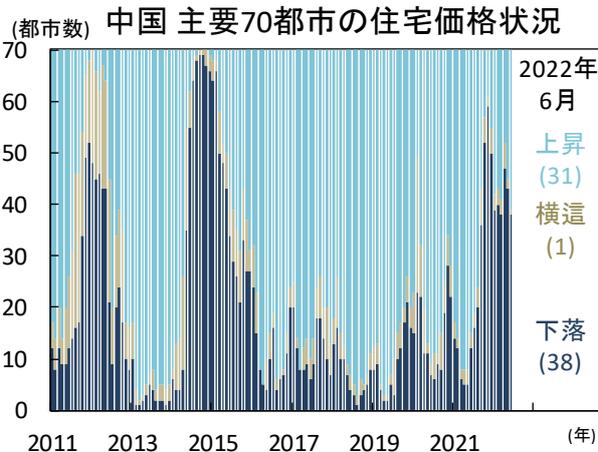
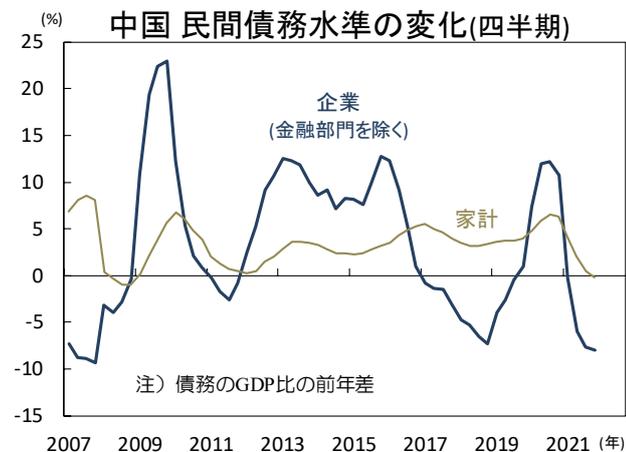
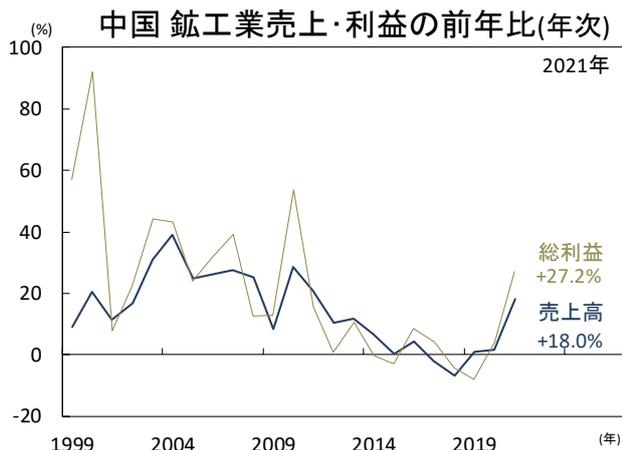
注) 上段：予測値はWorld Bank Group and DRC of State Council, PRC, “Innovative China, New Driver of Growth”による。  
中段：左図は5カ年。2015年までは国連による推計値で、2020～2050年は同予測値(World Population Prospects, the 2019 Revision)による。  
下段：左図の直近値は2021年。

出所) 中国国家统计局、世界銀行、国際連合、CEIC、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

## 不動産規制の強化に伴って不動産市況が悪化

- ◆ 2009年の大規模な景気刺激策の結果、企業は過剰な債務と設備を抱えたものの、2017-18年には政府がその削減を推進。現指導部は経済の安定性を重視し2020年より不動産規制を強化しました。
- ◆ 規制の強化に伴って民間不動産開発会社の資金調達環境は悪化。土地購入や建設着工が落ち込み、住宅建設の中断も増加しています。建設中断物件を購入した家計による住宅融資返済拒否の動きが広まり、竣工前物件の購入も低迷。不動産市況の悪化は今後も景気の重しとなるでしょう。

### ● 企業債務水準は足元で低下、規制強化に伴って住宅の着工と販売が低迷



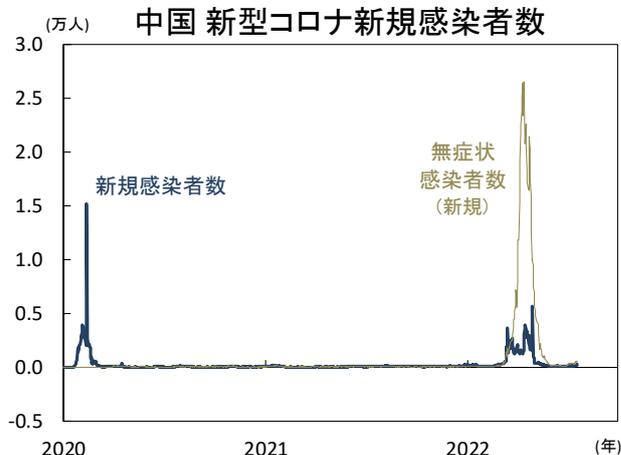
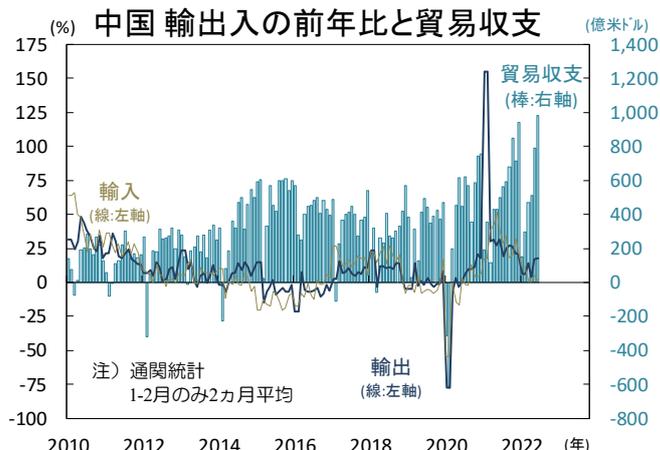
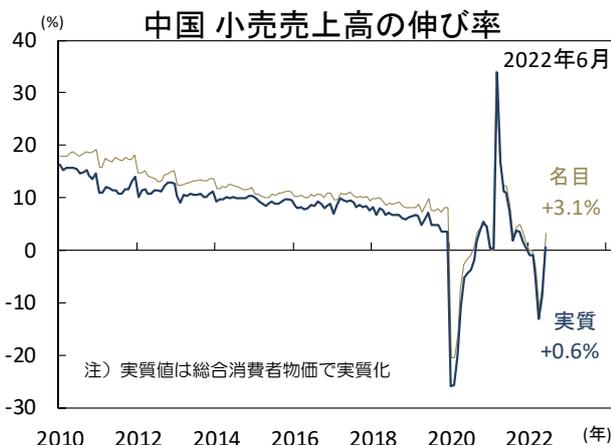
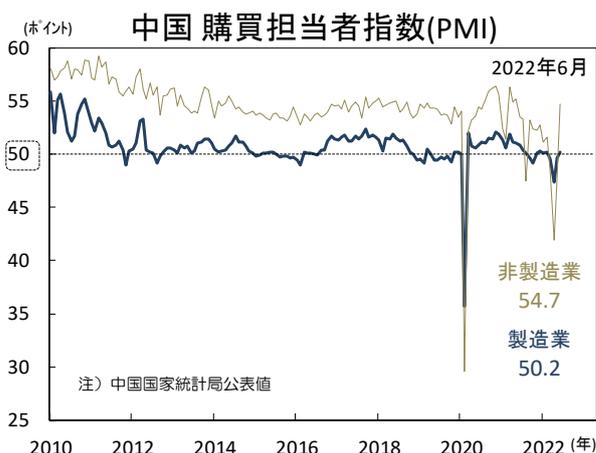
注) 上段: 左図の直近値は2021年12月。  
中段: 左図の直近値は2021年12月。  
下段: 右図の直近値は2022年6月。

出所) 国際決済銀行(BIS)、中国国家统计局、CEIC、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

## 低迷する家計消費と不動産投資、今後鈍化が見込まれる輸出

- ◆ 4-6月期の実質GDPは前年比+0.4%(1-3月期+4.8%)と急減速。コロナ感染の拡大によります。感染収束に伴って6月の主要景気指標は改善したものの内訳はまだら模様。景気は回復力に欠けます。
- ◆ 同国景気は2020年初の感染収束後に急回復。しかし、今回は当時好調だった不動産投資が低迷し、輸出も米欧の景気の減速や家計のサービス消費シフトで鈍化する見込みです。強硬な感染抑制策から家計消費も低迷し、今年通年のGDP成長率は+3.5%前後(昨年+8.1%)となる見込みです。

### ● 輸出が伸び生産を押し上げる一方、家計消費や不動産投資などの内需が軟調



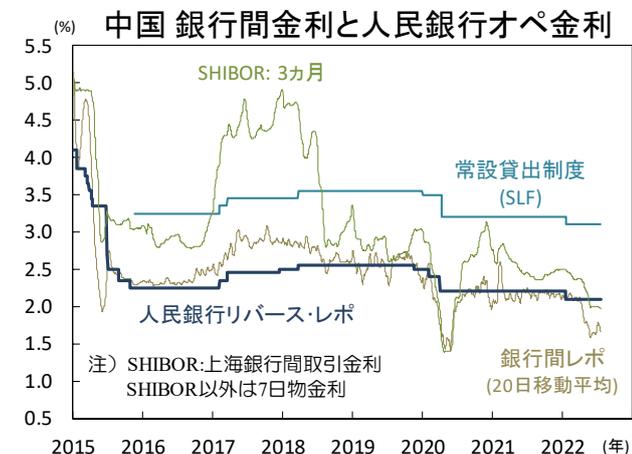
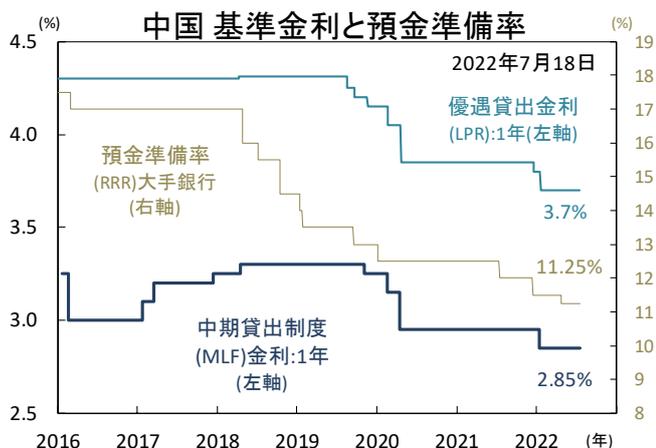
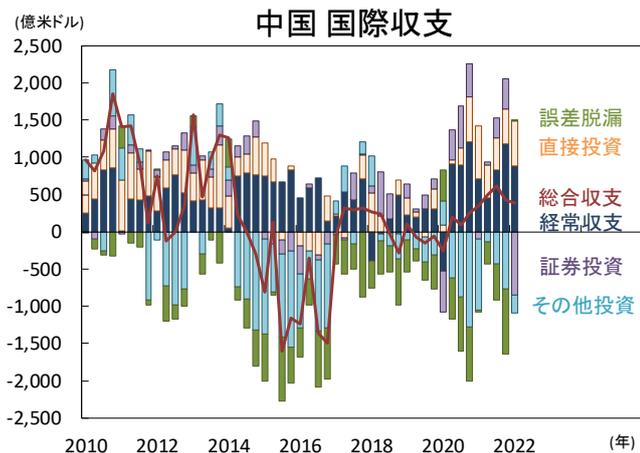
注) 中段: 右図の直近値は2022年6月。  
 下段: 左図の直近値は2022年6月、右図の直近値は2022年7月18日。

出所) 中国国家統計局、中国海関総署、中国国家衛生健康委員会、CEIC、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

## 金融緩和余地は少なく、景気刺激は主に財政による見込み

- ◆ 6月の社会融資総額は前年比+10.6%へ加速。企業向けの中長期貸付が伸び、インフラ投資財源である地方政府特別債の発行も増加しました。中国人民銀行は7月まで6カ月連続で1年物中期貸出制度(MLF)金利を据置き。借入需要が回復する中で、今後も金利の据置きが見込まれます。
- ◆ 米金利の上昇に伴って米中金利差は逆転(米国>中国に)。5月まで4カ月連続で債券市場から資本が流出する中で追加的な金融緩和の余地は少なく、景気支援は当面財政頼みになりそうです。

### ● 人民元相場がやや軟調な中で、人民銀行は6カ月連続で政策金利を据置き



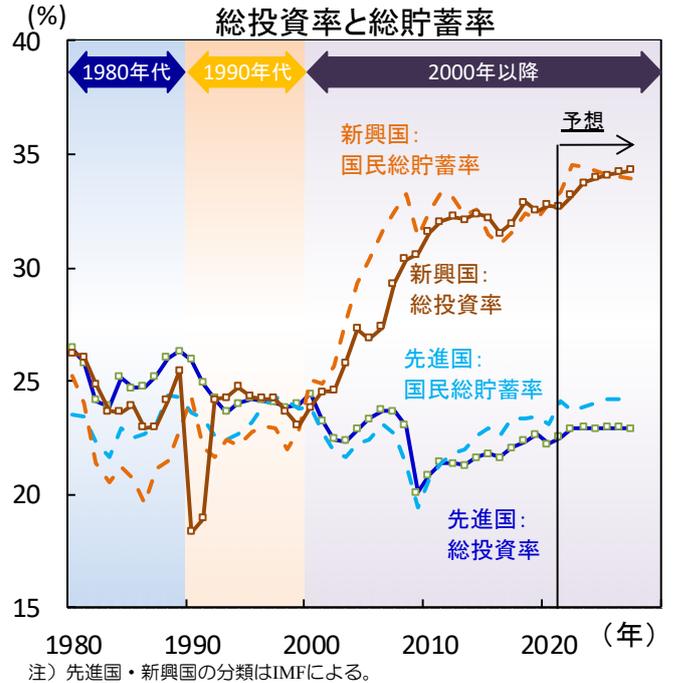
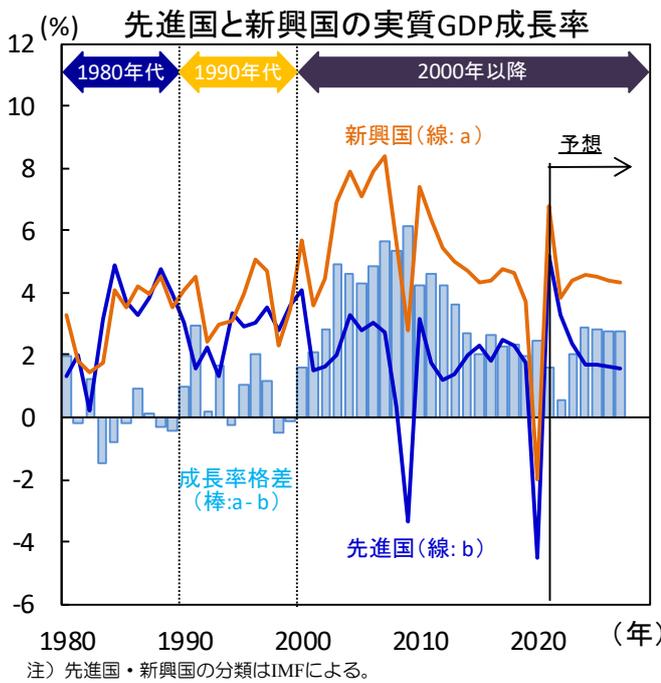
注) 上段: 直近値は、左図: 2022年1-3月期、右図: 2022年7月18日。  
 中段: 直近値は、左図: 2022年7月18日、右図: 為替相場は2022年7月18日、外貨準備は2022年6月。  
 下段: 直近値は、左図: 2022年7月18日、右図: 為替相場は2022年7月18日、外貨準備は2022年6月。

出所) 中国人民銀行(PBoC)、中国国家外為管理局(SAFE)、CEIC、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

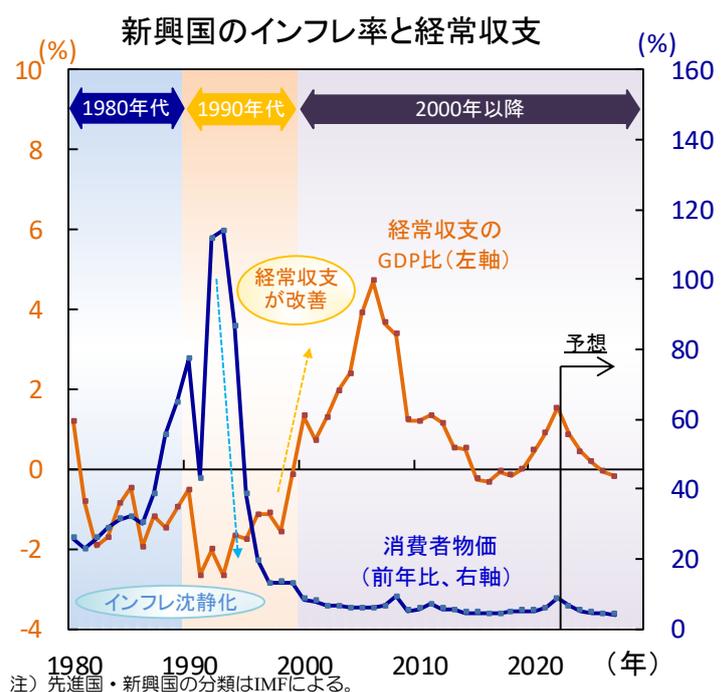
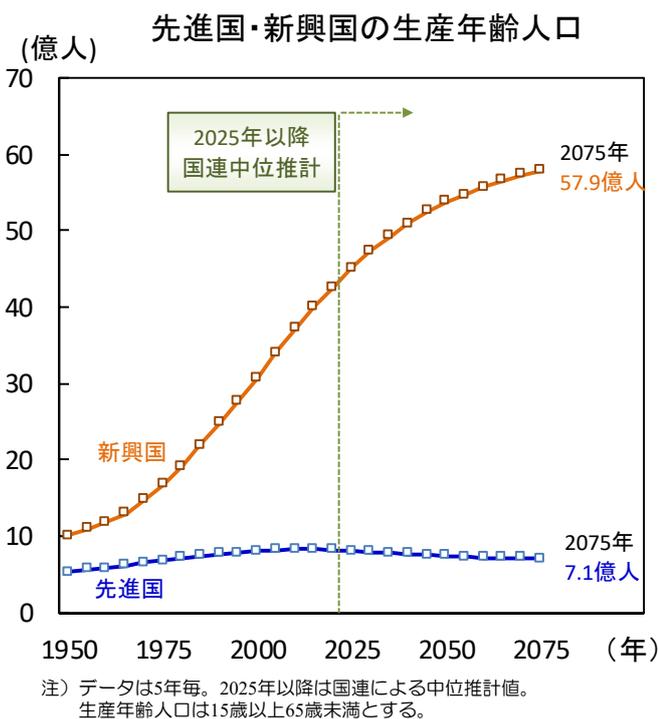
## 8. 新興国：物価高や米金融引締めという逆風に直面

- ◆ 2000年代以降、多くの新興国で、物価や経常収支などマクロ経済の安定化に伴って豊富な人口が労働力として活用され、所得の伸びが消費需要の伸びを促す好循環が始まりました。2012年より多くの新興国の成長率が鈍化したものの、新興国の成長力が先進国を上回る構図は不変です。
- ◆ 2000年代の成長率の加速は、一次産品需要の急増に押し上げられた面もありました。同需要は既に一巡したとみられるものの、健全化したマクロ経済は健在であり、今後も成長を支えるでしょう。

### ● 2000年代より総投資比率が上昇し、成長率も高まった新興国



### ● 豊富な生産年齢人口、低下するインフレ率、安定化する対外収支



## 主要新興国ではコロナ感染収束後に財政再建が課題に

- ◆ 2000年以降、多くの主要新興国で経済が安定化し成長が加速。しかし、近年通貨が急落したトルコやアルゼンチンなど、対外収支の弱い(流動性比率が低く対外返済比率が高い)国も見られます。
- ◆ 新型コロナ・ウイルスの感染拡大に伴って新興国の財政は悪化。都市封鎖等によって急激に落ち込んだ景気を支えるための支出拡大等によります。ブラジルやインドでは政府債務の水準が大きく上昇。感染を抑え込んだ後には、悪化した財政をどう改善させるのかという課題が残ります。

### ●トルコやアルゼンチンは流動性比率の低さなど対外収支が弱み

主要国の経済、財政、対外収支指標

地域と国名	人口・所得				マクロ経済				政府財政		対外収支					
	(a) 名目 GDP (10億ドル)	(b) 人口 (百万人)	(c) 人口 伸び 率 (%)	(d) 一人 当たり 所得 (ドル)	(e) GDP 成長 率 (%)	(f) 国内総 貯蓄率 (GDP比) (%)	(g) 国内総 投資率 (GDP比) (%)	(h) 消費者 物価 上昇率 (%)	(i) 財政 収支 (GDP比) (%)	(j) 政府 債務 (GDP比) (%)	(k) 経常 収支 (GDP比) (%)	(l) 対外 純債務 比率 (%)	(m) 対外 返済 比率 (%)	(n) 流動性 比率 (%)	(o) 外貨 準備 カバー 力 (ヶ月)	
日米	日本 4,368	126	-0.3	43,130	-0.1	22.7	24.4	0.6	-6.9	251.0	3.1	-132.0	24.1	103.8	14.1	
	米国 25,186	335	0.6	66,120	2.0	14.5	19.1	3.6	-5.0	113.3	-4.3	309.5	91.3	27.3	1.7	
ユーロ圏	ドイツ	4,017	84	0.2	56,320	0.4	26.6	22.3	2.8	-3.5	68.5	5.8	-36.0	39.4	35.1	2.5
	オランダ	989	18	0.5	58,240	1.7	31.5	20.8	3.1	-2.7	51.4	7.9	-54.5	64.6	53.5	0.9
	フィンランド	284	6	0.2	51,650	1.1	23.6	24.6	1.7	-2.2	65.8	0.3	50.2	43.9	40.3	1.5
	フランス	2,823	66	0.2	47,720	1.0	21.6	23.7	2.2	-4.1	110.7	-1.0	76.4	70.1	45.1	3.0
	ベルギー	583	12	0.5	53,600	1.3	25.6	24.5	3.0	-4.6	105.7	-2.0	30.4	26.5	35.2	0.8
	アイルランド	488	5	1.3	70,910	7.9	63.7	24.3	2.0	-0.4	49.8	15.7	-249.7	49.6	15.5	0.2
	イタリア	1,998	60	-0.1	42,340	0.3	22.8	21.3	2.0	-5.9	149.9	1.1	123.3	45.1	27.7	3.3
	スペイン	1,398	48	0.5	37,990	0.6	23.4	20.4	2.5	-5.1	115.3	2.1	170.0	54.7	30.7	2.0
	ポルトガル	243	10	-0.3	33,610	1.2	16.1	20.9	1.4	-2.2	122.0	-1.7	134.5	32.8	45.1	2.8
ギリシャ	212	11	-0.1	27,790	1.3	9.4	16.5	1.6	-4.5	182.2	-5.7	322.5	14.0	38.9	1.1	
欧州 その他	デンマーク	396	6	0.4	62,260	1.8	29.3	22.5	1.9	1.0	33.6	7.9	-23.4	20.3	67.0	4.2
	スウェーデン	589	10	0.6	56,740	1.7	29.5	25.6	2.4	-1.0	34.2	5.2	121.1	34.4	61.4	2.0
	英国	3,148	69	0.6	45,870	1.1	13.4	18.1	3.3	-4.9	99.3	-4.2	75.3	94.7	53.6	1.4
資源国	ノルウェー	571	5	0.5	65,500	1.8	39.4	24.3	3.0	5.3	34.1	10.6	-43.7	45.2	55.2	7.5
	カナダ	2,164	39	1.1	46,090	1.6	25.1	24.9	2.9	-3.6	106.3	0.5	131.9	27.8	7.8	1.7
	オーストラリア	1,701	26	1.1	52,240	2.3	25.8	26.4	2.6	-5.5	57.0	2.0	180.9	40.8	24.6	1.5
	ニュージーランド	255	5	1.6	43,030	2.5	20.9	24.7	3.0	-5.6	46.8	-6.5	170.4	36.5	34.9	2.2
アジア	シンガポール	409	6	0.7	86,480	2.4	55.6	24.2	1.6	9.2	49.3	14.9	-146.6	19.5	155.2	6.1
	香港	378	7	-0.1	62,500	0.4	22.3	22.3	1.9	-3.0	49.2	7.7	-116.3	13.3	159.5	6.3
	台湾	782	23	-0.1	-	3.8	42.2	27.1	1.3	-0.6	33.3	13.4	-274.0	2.1	339.3	14.6
	中国	18,288	1,440	0.3	17,090	5.3	47.7	40.3	2.1	-7.0	58.9	1.5	-90.8	7.4	192.4	11.0
	韓国	1,782	52	0.1	45,620	2.2	38.6	29.4	1.8	-0.5	48.7	1.9	-51.4	14.9	188.9	6.5
	マレーシア	391	33	1.3	27,360	2.6	28.9	19.4	1.1	-5.0	76.5	3.2	-11.6	9.4	96.5	4.6
	タイ	509	70	0.3	17,710	1.0	29.6	29.6	1.6	-5.3	55.4	-1.8	-60.3	5.7	236.1	7.8
	インド	3,521	1,409	1.0	6,440	4.0	28.5	30.4	5.4	-10.5	83.0	-3.1	-9.1	4.2	211.8	7.5
	フィリピン	411	112	1.2	9,040	3.0	9.1	20.7	4.3	-5.4	53.5	-3.5	-26.3	7.5	467.3	8.6
	インドネシア	1,283	279	1.1	11,750	3.5	34.4	33.8	2.6	-4.3	42.2	-0.4	23.5	13.2	115.7	5.4
ベトナム	396	100	1.1	8,150	5.2	24.8	23.0	3.0	-4.8	41.0	-0.7	-7.4	4.9	323.5	3.2	
スリランカ	75	22	0.8	12,870	0.2	23.0	28.2	8.8	-10.3	104.5	-4.5	220.4	29.9	38.2	0.8	
中東 アフリカ ・ 中東	チェコ	298	11	0.7	40,160	1.1	32.8	30.3	5.0	-5.1	41.7	-3.6	-27.1	7.4	115.2	8.8
	イスラエル	519	9	1.6	39,080	3.7	27.2	22.9	1.4	-0.4	62.7	3.3	-164.8	5.8	357.2	16.5
	サウジアラビア	1,025	36	2.2	47,790	2.0	34.1	23.6	2.1	7.7	24.4	17.9	-63.3	13.0	229.7	22.5
	ポーランド	696	40	1.2	33,000	3.8	26.3	18.8	4.7	-2.9	49.6	-3.1	9.1	12.8	115.7	4.1
	南アフリカ	423	61	1.3	13,140	0.5	16.8	12.4	4.5	-5.5	71.3	1.7	27.3	9.3	112.2	5.2
	ルーマニア	307	19	-0.6	31,610	3.1	19.5	26.5	5.3	-6.9	49.2	-8.2	39.8	13.5	117.7	3.4
	ロシア	1,721	146	-0.0	27,550	1.8	31.1	21.9	4.7	1.9	18.6	6.0	-139.8	12.3	539.2	17.5
	ブルガリア	89	6	-1.9	24,150	1.9	20.2	16.7	4.2	-4.9	28.5	-2.6	-39.9	7.2	384.8	7.5
トルコ	780	86	1.2	26,900	4.2	32.6	38.0	27.0	-3.3	36.1	-5.1	52.4	19.2	95.7	3.0	
ハンガリー	182	10	-0.1	32,190	3.3	30.1	28.0	4.7	-4.6	73.4	-4.2	0.3	7.7	148.7	2.5	
中南米	チリ	313	20	1.3	24,020	2.5	26.9	29.6	4.1	-2.8	39.4	-4.1	71.6	32.0	85.0	4.3
	ウルグアイ	68	3	0.4	21,570	0.8	24.8	18.9	8.4	-2.9	60.2	-0.3	-54.7	13.5	308.9	9.1
	ペルー	246	33	1.0	11,520	2.2	16.4	24.6	3.1	-2.5	34.3	-4.5	-81.3	11.7	283.0	10.3
	メキシコ	1,411	132	1.1	17,810	0.1	23.7	20.5	4.9	-2.8	46.0	-1.0	1.3	5.5	153.7	3.7
	コロンビア	343	52	1.2	14,640	3.1	11.8	18.9	4.2	-6.6	58.1	-4.6	103.9	25.0	113.4	7.5
	ブラジル	1,944	216	0.8	14,550	1.0	20.5	17.9	5.9	-7.5	79.4	-0.9	46.1	15.2	173.8	10.5
	ボリビア	43	12	1.4	8,180	1.4	13.6	16.5	1.6	-6.3	69.4	0.5	-0.1	13.1	254.7	4.1
アルゼンチン	573	46	1.0	20,230	-0.3	21.5	17.3	48.4	-4.8	79.1	0.4	-44.6	27.7	62.7	4.7	

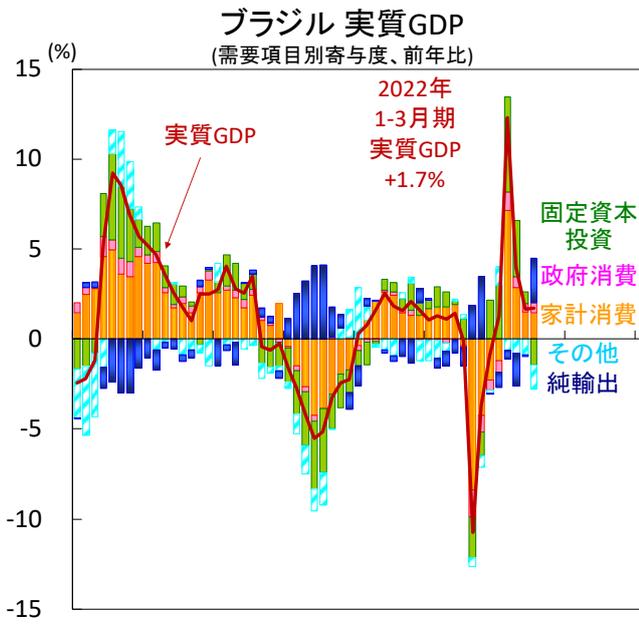
注) 数値は、2022年のFitch予想値。ただし、ロシアについては2021年のFitch予想値。(c)と(e)と(h)は2021年までの5年平均値。(d)は、物価水準を考慮した購買力平価(PPP)ベースの一人当たり国民総所得(GNI)。(i)と(j)は、一般政府の財政収支と債務。(l)と(m)は、対外純債務と対外返済(デット・サービス)の経常勘定受取額に対する比率。ただし、対外返済は、中長期の対外債務の元本返済額プラス全ての対外債務の金利支払額、経常勘定受取額は、経常収支項目(財サービス貿易、所得、経常移転)の受取額合計。(n)は、対外流動資産/対外流動負債。ただし、流動資産=外貨準備プラス銀行の対外資産、流動負債=長期債務の元利返済プラス短期債務残高プラス自国通貨建て債券の外国人保有残高。(o)は外貨準備/経常勘定支払額を月数表示。「-」は該当データなし。

出所) Fitch Ratingsより三菱UFJ国際投信作成

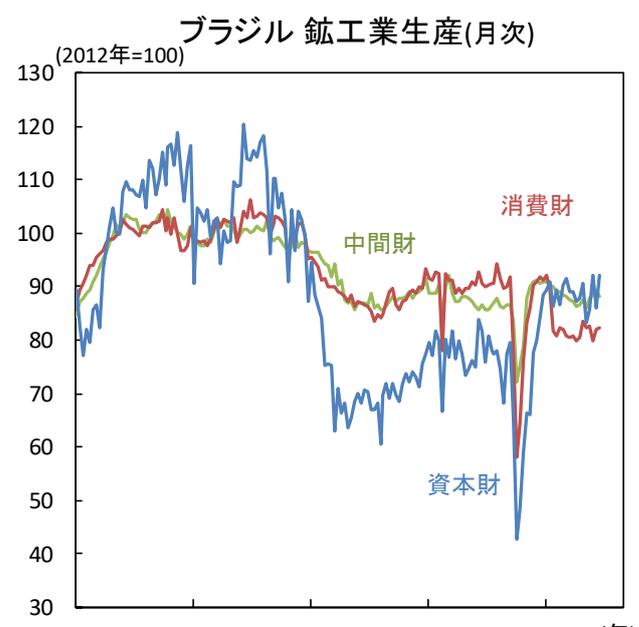
## ①ブラジル: 資源高の追い風弱まり高金利下で景気減速へ

- ◆ 2022年1-3月期の実質GDPは前年比+1.7%(2021年10-12月期+1.6%)、前期比は+1.0%(同+0.7%)となりました。これまで資源高が同国景気の追い風となりましたが、今後は同国が他国より早く政策金利を引き上げてきた影響が表れ始め景気が減速し、通年で1%程度の低成長に留まるとみます。
- ◆ 世界的な景気減速懸念から一次産品価格は徐々にピークアウトしつつあります。同国消費者物価も足元は高止まっているものの、今後はベース効果が剥落し徐々に低下基調に入るとみます。

### ● これまで一次産品価格高騰が追い風となるも今後は高金利環境下で景気減速

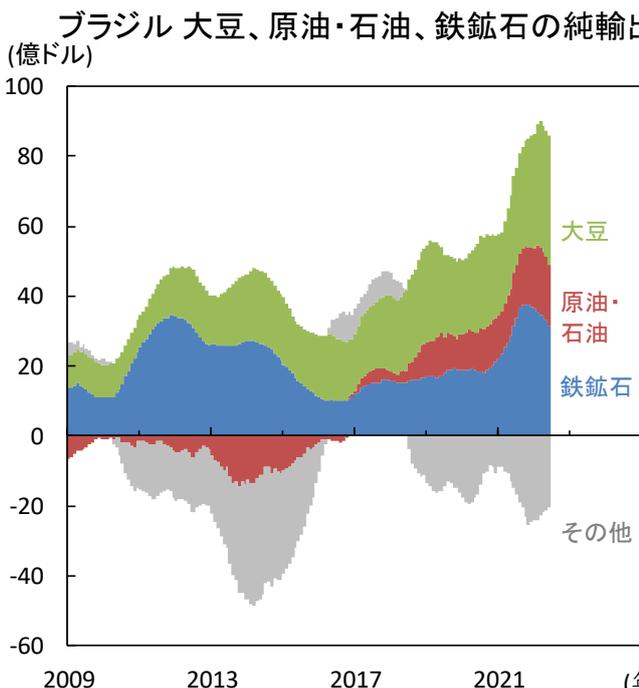


注) 実質GDPの旧基準は2014年7-9月期まで、新基準は2012年4-6月期から2022年1-3月期。需要項目別寄与度は新基準ベース。  
出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、CEICより三菱UFJ国際投信作成

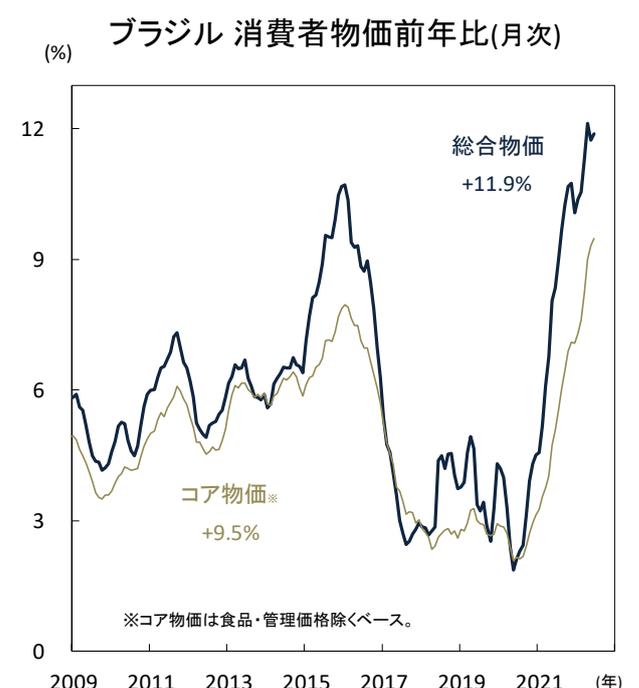


注) 直近値は2022年5月。  
出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、CEICより三菱UFJ国際投信作成

### ● 消費者物価は高止まっているものの、ベース効果剥落し今後は低下基調へ



注) 純輸出額の12ヵ月移動平均。その他は大豆、原油・石油、鉄鉱石以外の製品の純輸出合計。直近値は2022年6月。  
出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、CEICより三菱UFJ国際投信作成

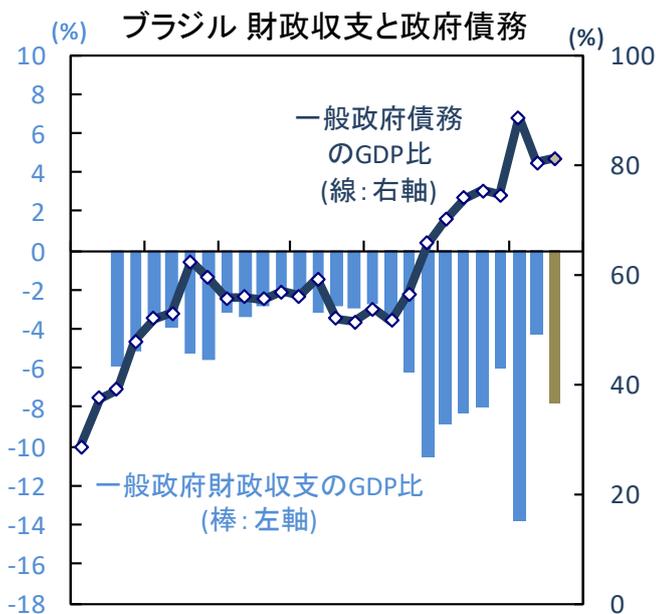


注) 直近値は2022年6月。  
※コア物価は食品・管理価格除くベース。  
出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、CEICより三菱UFJ国際投信作成

## 10月に控える大統領選挙、今後ブラジルレアルには下落圧力が続く

- ◆ 今年の10月に大統領選挙を控え、ルラ元大統領がボルソナロ現大統領に支持率で大きな差をつけています。ボルソナロ現大統領は支持率回復を目指し、今後低所得者向け現金給付の増額やトラック運転手への補助等の景気対策を行うも、ルラ氏の支持基盤を崩すには至らないとみえます。
- ◆ 中央銀行は8月を最後に利上げを一旦打ち止めるとみられます。今後は同国の景気減速や政治不安、財政の悪化、先進国の金融引き締めがブラジルレアルの下落圧力になるとみられます。

### ● 10月に控えた大統領選挙はルラ氏が支持率を伸ばし引き続き優勢



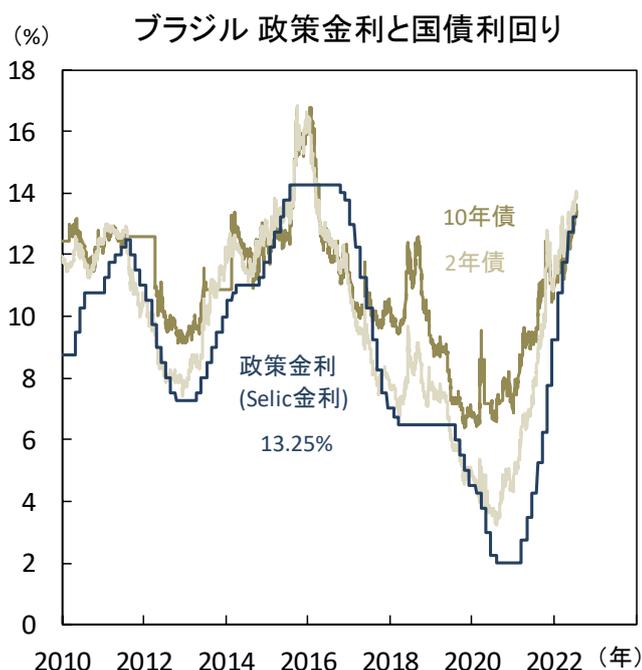
注) Fitch Ratingsによる集計値。  
2021年までは実績、2022年は同社による予測。  
出所) Fitch Ratingsより三菱UFJ国際投信作成

### ブラジル 大統領主要候補者と支持率

名前(年齢) 役職等もしくは大統領任期 所属	支持率	決選投票時
ルラ元大統領(76) 任期: 2003.1~2011.1 労働者党(PT)	47%	57%
ボルソナロ現大統領(67) 任期: 2019.1~ 自由党(PL)	28%	34%
シロ・ゴメス(64) 元セアラ州知事 民主労働党(PDT)	8%	

注) 決選投票時は上位2名の決選投票を行うシナリオにおける支持率。  
調査期間は2022年6月22~23日、16歳以上2,556人の回答による。  
出所) Datafolhaより三菱UFJ国際投信作成

### ● 中央銀行の利上げは8月を最後に打ち止めか、今後はレアルに下落圧力



注) 直近値は2022年7月18日。

出所) ブラジル中央銀行(BCB)、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成



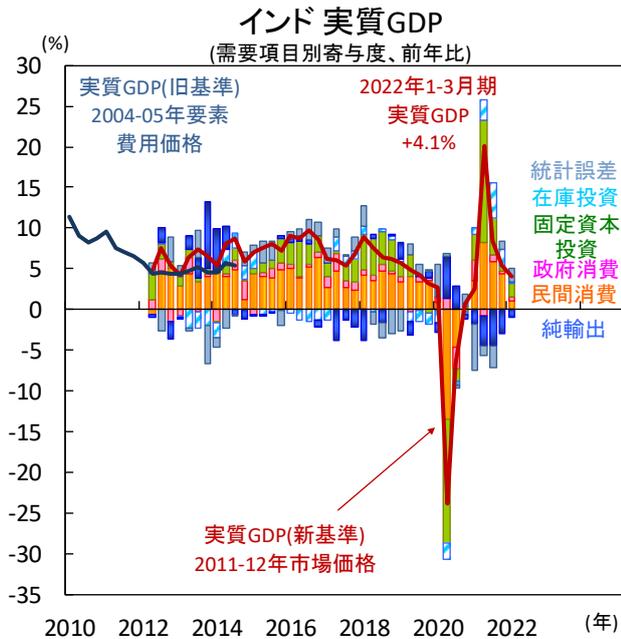
注) 直近値は、為替相場: 2022年7月18日、外貨準備: 2022年7月15日。

出所) ブラジル中央銀行(BCB)、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

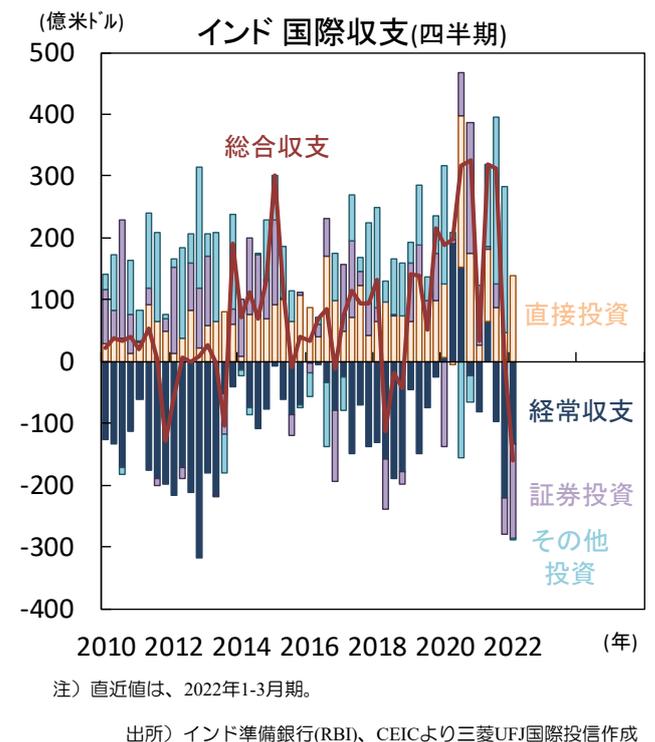
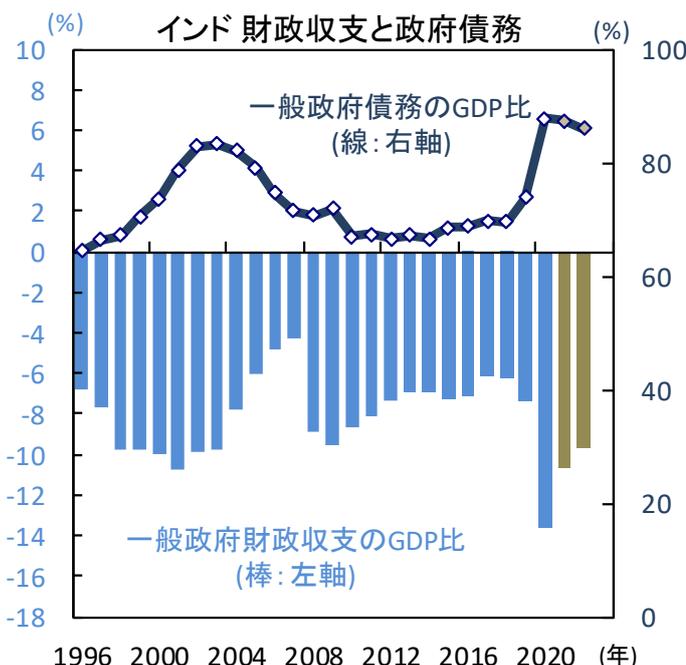
## ②インド: 感染収束による急回復を経て景気は再び鈍化か

- ◆ 1-3月期の実質GDPは前年比+4.1%(前期+5.4%)拡大。年初からのコロナ感染下でも景気は堅調でした。4-6月期以降は感染の収束とともにサービス消費が回復。その後今秋には繰越需要の一巡や累積利上げ効果の浸透で景気は再び鈍化し、今年度の経済成長率は+7.0%前後となるでしょう。
- ◆ 6月の総合消費者物価は前年比+7.0%と5ヵ月連続で物価目標上限の+6%を超過。食品や燃料価格の高止まりと経済活動再開に伴うサービス物価の上昇から、総合物価は高止まる見込みです。

### ● コロナ・ショックで急落した景気はひとまず回復(左)、インフレ率は再加速(右)



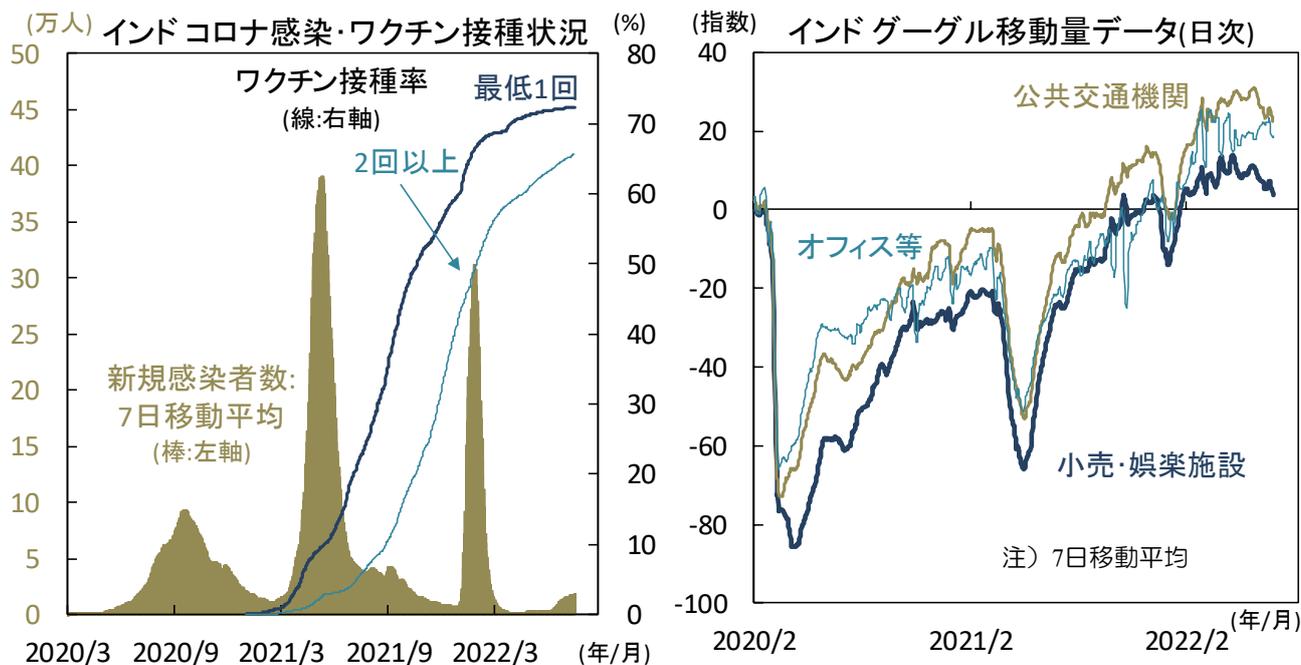
### ● 財政刺激策で政府債務は増加(左)、国際収支は1-3月期に赤字に転落(右)



## 利上げを急ぐ準備銀行、歯止めのかからぬルピー安

- ◆ インド準備銀行は5月初の緊急会合と6月の定期会合で利上げを実施(4.0%→4.4%→4.9%)。高止まる物価の抑制に向けて今後も利上げを続け、来春までに政策金利を6.5%へ引上げる見込みです。
- ◆ ルピーは年初より軟調に推移。6月初以降は下げが加速しています。一次産品価格の高騰に伴う貿易赤字の拡大や株式投資資本の流出のため国際収支は赤字基調。ドル売り介入や資本流入の促進策の導入や金輸入関税の引上げ等が行われたものの、ルピー安に歯止めがかかりません。

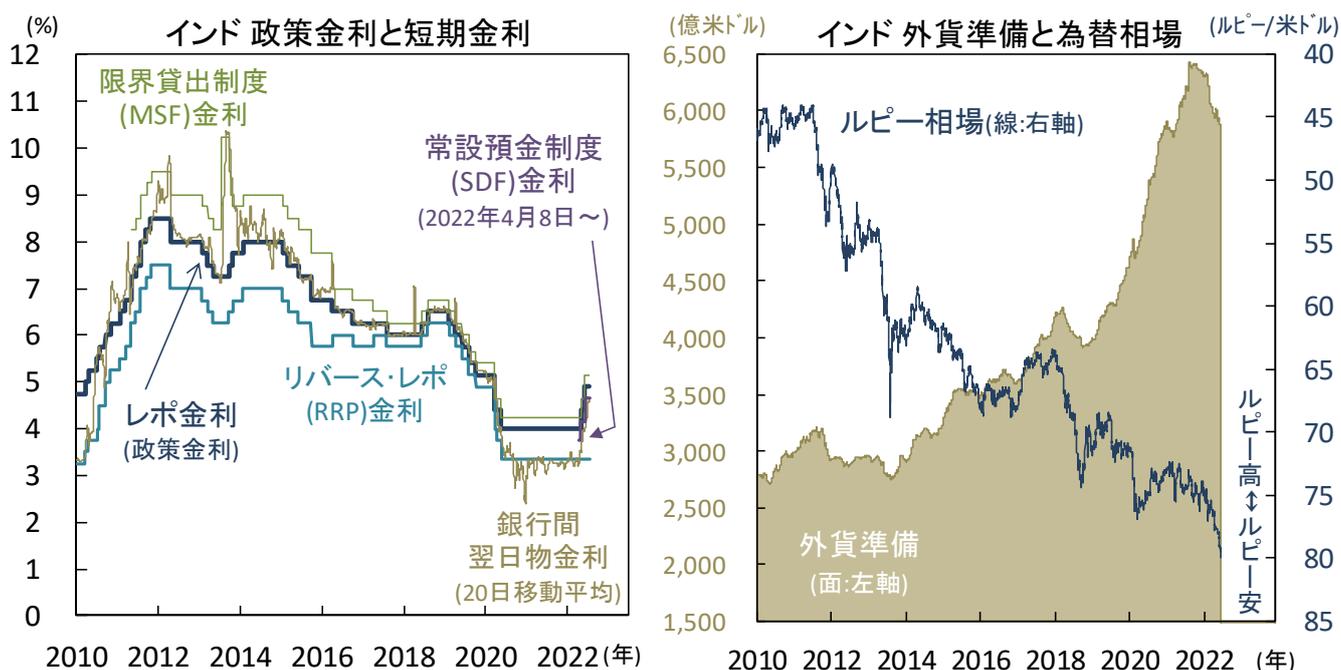
### ● コロナ感染の第3波が収束したことによって(左)、経済活動は正常化(右)



注) 期間は、2020年3月1日～2022年7月15日。  
出所) Our World in Data、インド保健省、CEICより三菱UFJ国際投信作成

注) 期間は、2020年3月1日～2022年7月15日。  
出所) Google LLC、CEICより三菱UFJ国際投信作成

### ● 利上げを急ぐ準備銀行(左)、下落するルピー相場と減少する外貨準備(右)



注) 直近値は、2022年7月18日。

出所) インド準備銀行(RBI)、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

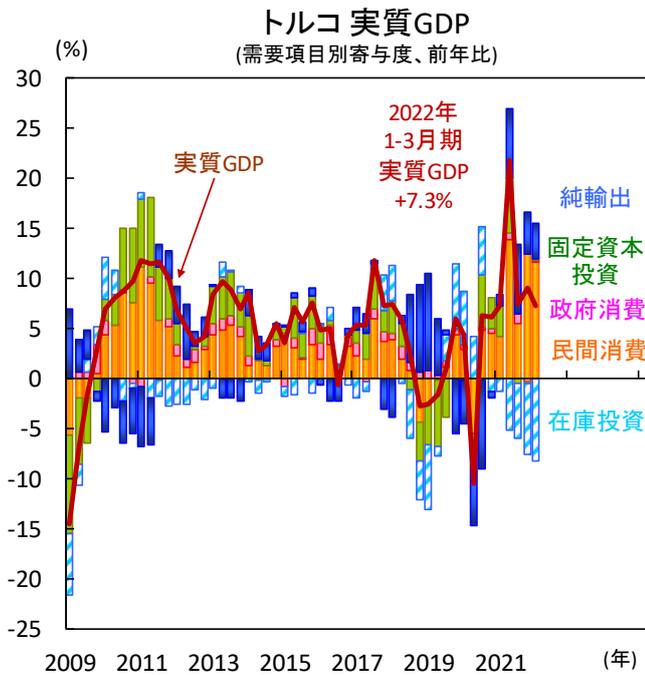
注) 直近値は、為替相場: 2022年7月18日、外貨準備: 2022年7月1日。

出所) インド準備銀行(RBI)、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

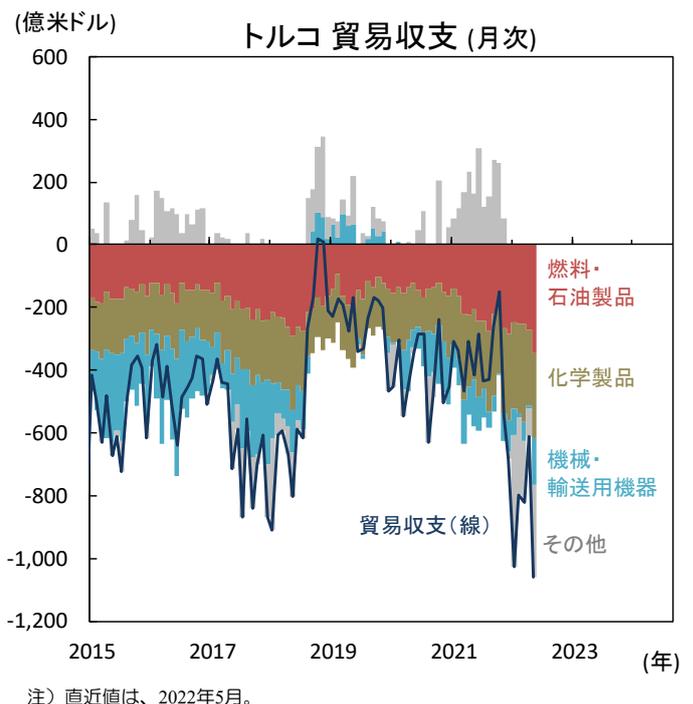
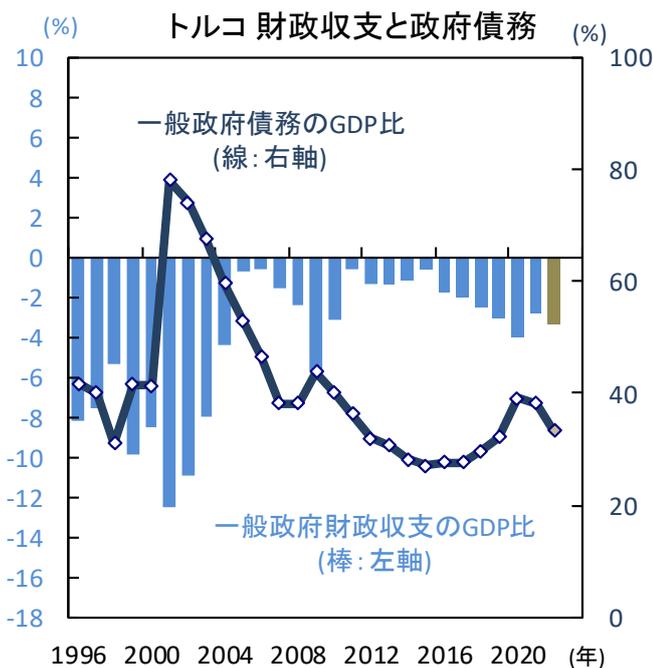
### ③トルコ: 物価は年末まで高止まり、今後景気は減速

- ◆ 2022年1-3月期の実質GDPは前年比+7.3%(2021年10-12月期+9.1%)。高インフレ下でも民間消費が堅調でした。高インフレや前年の反動から2022年通年の成長率は+3.5%程度に留まる見通しです。
- ◆ 昨年末からのトルコリラの減価と世界的な資源高により6月の総合消費者物価の前年比は+78.6%と急激に加速しています。今後ベース効果の生じてくる年末まで物価は高止まるとみられます。また燃料のほとんどを輸入に頼る同国では、輸入物価がかさみ貿易赤字も大幅に拡大しています。

#### ● 物価は加速の一途を辿り、ベース効果の生じる年末まで高止まる見通し



#### ● トルコリラの減価と一次産品価格高騰を受け貿易赤字は大幅に拡大

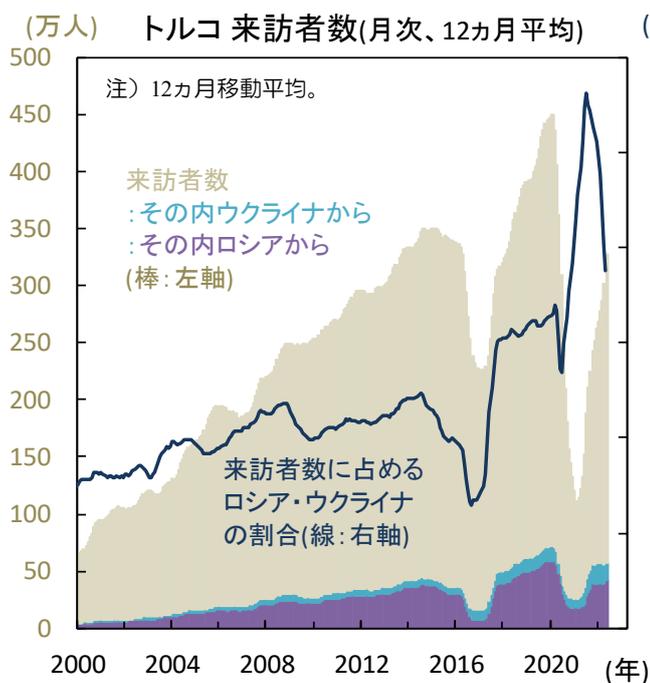


注) Fitch Ratingsによる集計値。  
2021年までは実績、2022年は同社による予測。

## 経常赤字は急激に悪化、リラへの下落圧力は続く

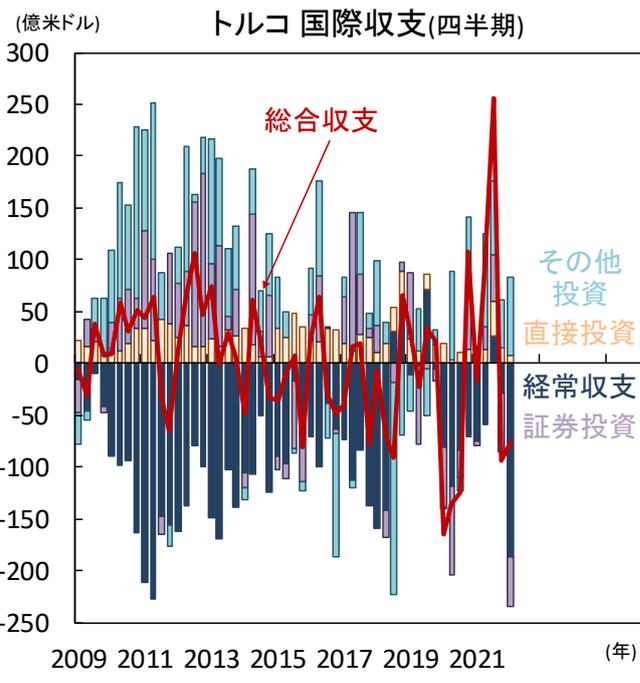
- ◆ 貿易赤字拡大により経常収支も急激に悪化しました。同国は例年夏の観光客増による観光収入が期待されますがウクライナ紛争の影響も懸念され、大幅な貿易赤字を賅うことは難しいでしょう。
- ◆ 中央銀行は2021年12月中旬に政策金利を14%に引き下げて以降据え置いています。エルドアン大統領は低金利を好んでおり、消費者物価の前年比が鈍化する年末に利下げが行われる可能性も残ります。経常収支の大幅な改善も期待できない中、今後もリラへの下落圧力は続くでしょう。

### ● 夏は観光収入増が期待されるも、大幅な貿易赤字を賅うには及ばない



注) 直近値は2022年5月。

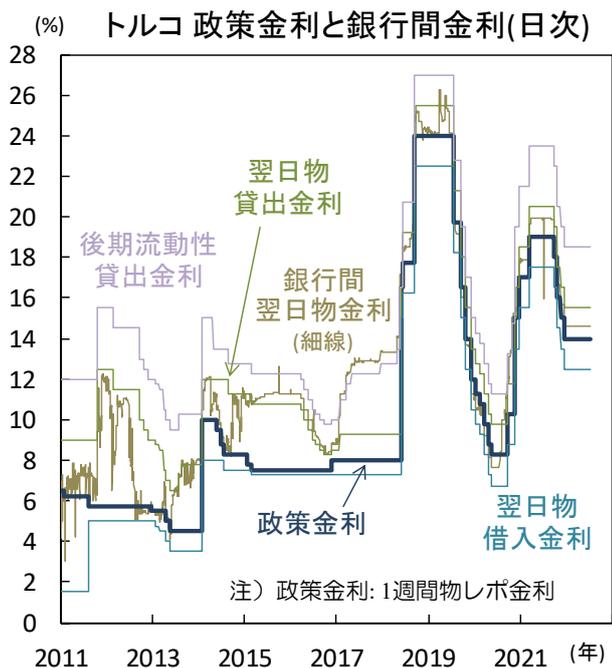
出所) トルコ統計局、CEICより三菱UFJ国際投信作成



注) 直近値は、2022年3月。

出所) トルコ統計局、CEICより三菱UFJ国際投信作成

### ● 政策金利引き上げの見通しは立たず、リラの減価圧力は今後も続く



注) 直近値は、2022年7月18日。

出所) トルコ中央銀行(TCBM)、CEICより三菱UFJ国際投信作成



注) 直近値は、為替相場: 2022年7月18日、外貨準備: 2022年7月8日。

出所) トルコ中央銀行(TCBM)、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

## 9. 為替相場：円安は行き過ぎか？

- ◆ 2021年以降、米ドル円相場は円安米ドル高基調にあります。背景には、①日米金融政策姿勢の差（頑なに金融緩和を続ける日本に対し、大幅かつ急速な利上げを継続する米国）に伴う日米金利差拡大、②原油・天然ガスなどエネルギー資源高に伴う日本の貿易赤字拡大、が挙げられます。
- ◆ 2022年に入り、円安がさらに加速しています。為替の実力を計る実質実効レートが約50年ぶりの低水準に下落した現実は、日本経済の先行きに対する不安感を反映しているとの指摘もあります。

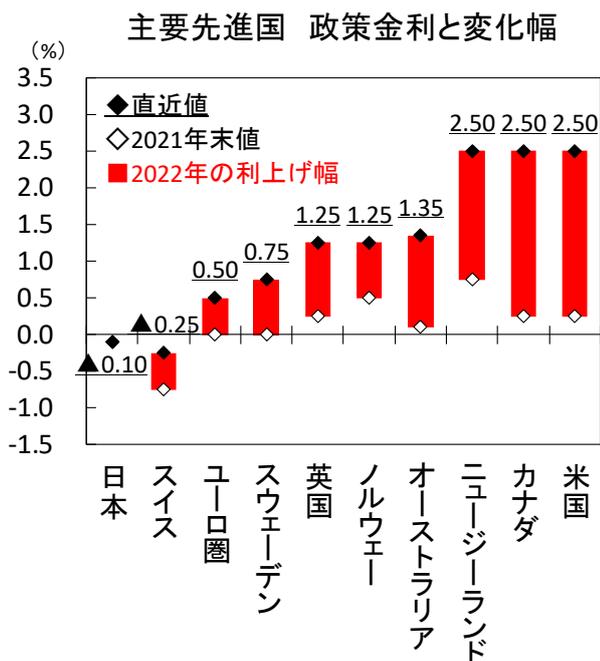
### ● 米ドル円相場：加速する円安米ドル高



注) 図内の凡例は期間内の主な円高安値（ザラバベース、Refinitiv集計）。日米金利差は10年国債利回りベース。直近値は2022年7月15日時点。

出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

### ● 際立つ日本の相対的低金利、円のすう勢的下落が続く



注) ユーロ圏はリファイナンス金利。直近値は2022年7月28日時点。

出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成



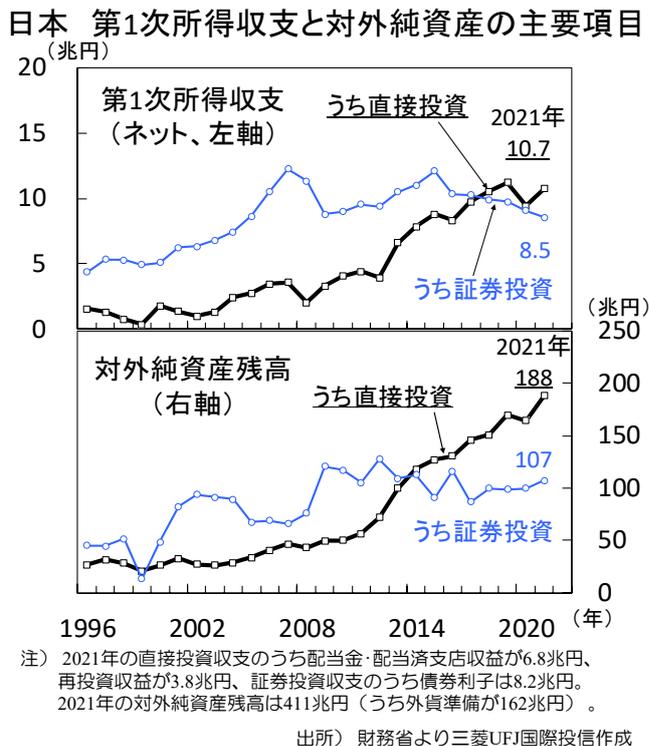
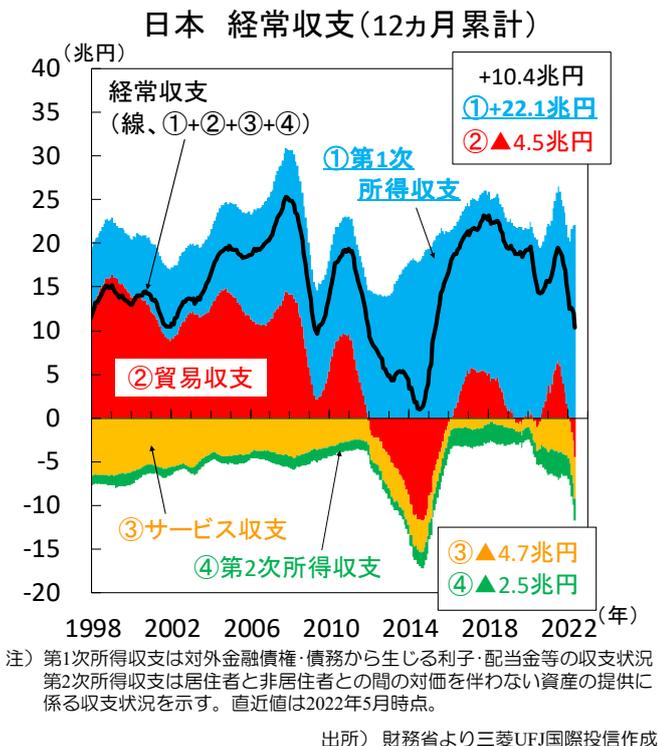
注) 直近値は2022年5月時点。

出所) 日本銀行より三菱UFJ国際投信作成

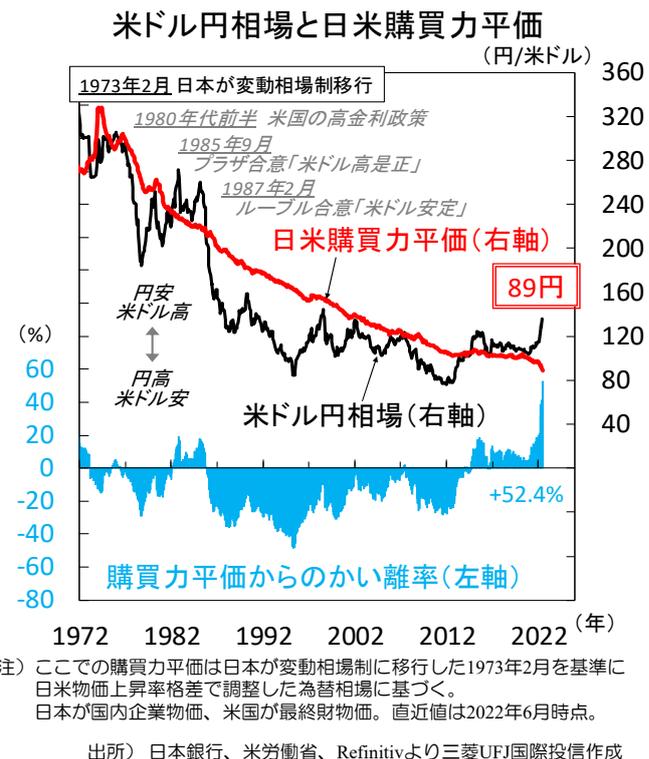
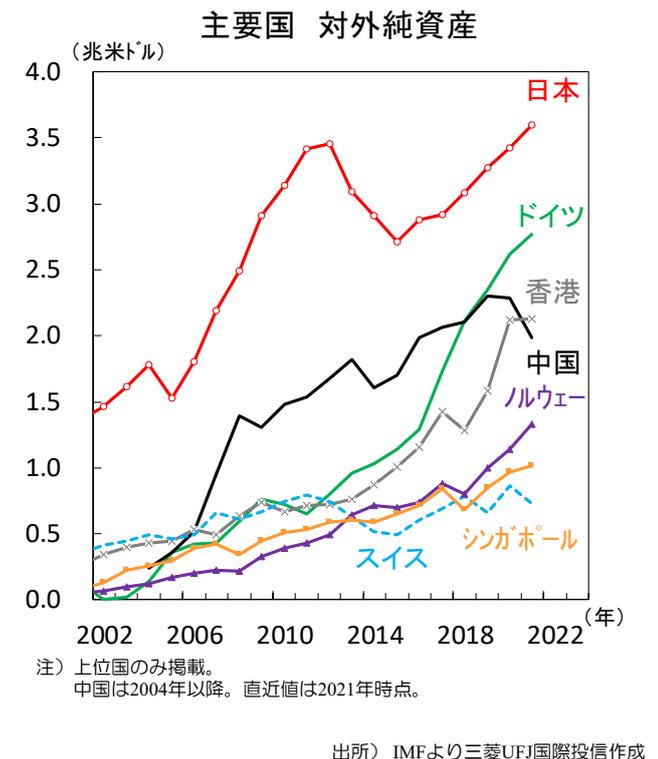
### 構造的な円安圧力は根強い

- ◆ 日本の経常黒字は不変も、その中心は獲得した外貨の円転を促す貿易黒字から、企業の積極的な海外進出・投資を背景とした直接投資(主に内部留保)や証券投資(主に債券利子)などの第1次所得収支黒字へ変化しました。ただし足元、資源高で貿易赤字に転落、経常黒字も縮小傾向です。
- ◆ 円は安全通貨との評価を長らく支えた要因として、巨額の本邦対外純資産の存在もありました。為替の適正水準を図る購買力平価で見れば、円相場は対米ドルでやや売られすぎな印象もあります。

### ● ウクライナ戦争後の資源高が響き貿易赤字に転落、経常黒字も縮小傾向



### ● 円＝安全通貨の見方は崩れたか？円(対米ドル)は日米購買力平価からかい離



## 中長期的な米ドルの方向性を決める材料とは

- ◆ 米ドルの方向性は、短期的には米景気・金融政策や市場のリスク許容度次第ですが、中長期的では米ドルに対する米政権の相場観や世界的な評価(絶対的な基軸通貨か否か)にも左右されます。
- ◆ バイデン政権の積極財政に伴う高水準の財政赤字、相対的な米国内需の強さの裏返しでもある経常赤字、という双子の赤字は構造的な米ドル安材料ともいえます。近年、世界の外貨準備に占める米ドル比率のすう勢的低下は、米ドル依存回避に向けた流れを反映しているかもしれません。

### ● 双子の赤字(財政・経常収支)は高水準、改善なければ潜在的な米ドル安圧力に

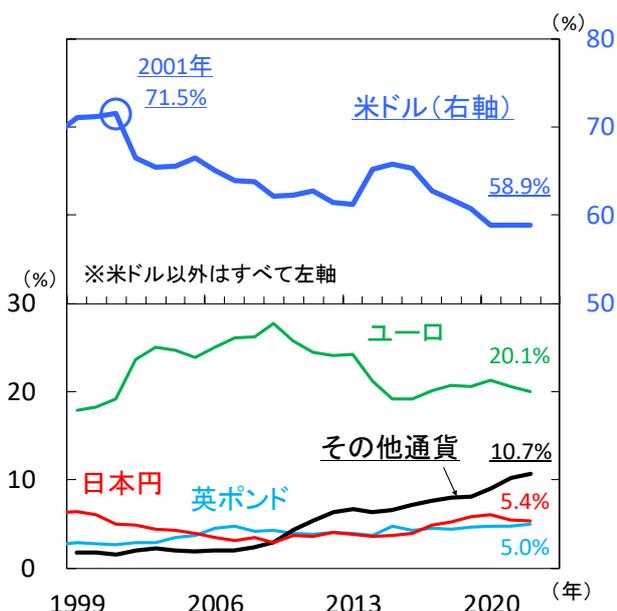


注) 2022-2024年予測は財政収支(年度)がCBO(2022年5月)、経常収支(年)がIMF(2022年4月)に基づく。  
年度は前年10月~当年9月。  
直近値は経常収支と財政収支が2022年1-3月期、米ドル指数が同年6月時点。

出所) 米財務省、CBO(米議会予算局)、米商務省、FRBより三菱UFJ国際投信作成

### ● 世界では米ドル依存からの脱却模索の動き、為替市場は多極化の兆候も

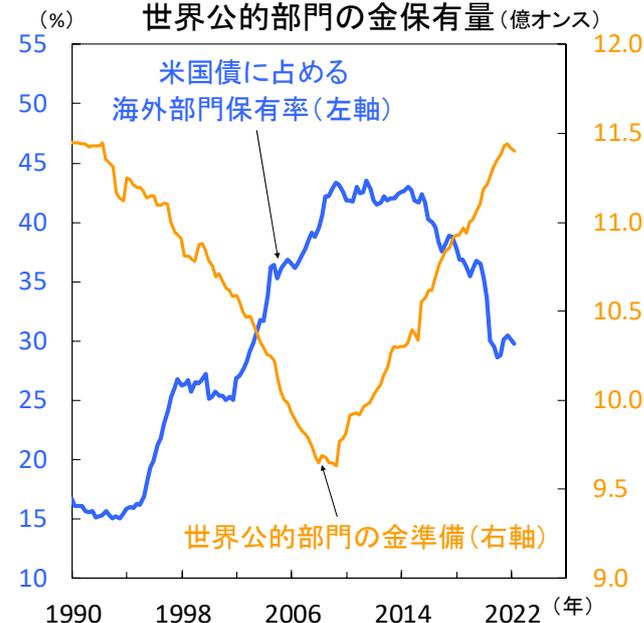
#### 世界 外貨準備高構成比(通貨別)



注) 通貨分類が可能な額のみを対象。  
直近値は2022年3月末時点。

出所) IMFより三菱UFJ国際投信作成

#### 海外勢の米国債保有状況と 世界公的部門の金保有量



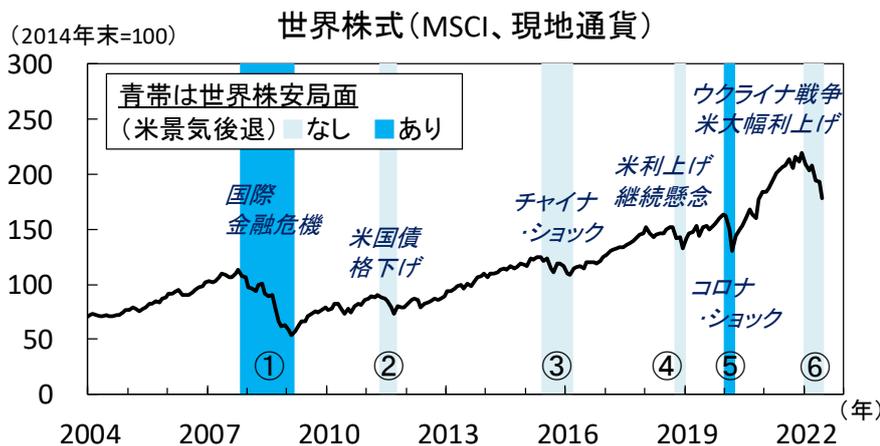
注) 直近値は2022年3月時点。

出所) FRB、IMFより三菱UFJ国際投信作成

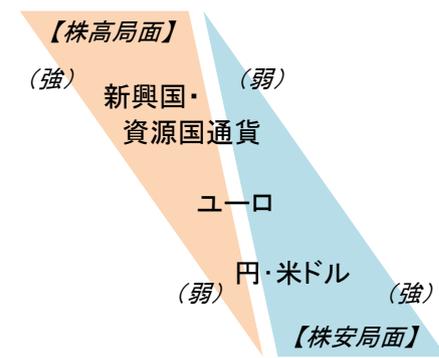
# 過去の世界的リスク回避局面は円優位も、足元は米ドル優位

- ◆ 一般的に世界的なリスク回避(株安)時は、安全志向から相対的低金利の円や基軸通貨の米ドルが、リスク選好(株高)時は相対的高金利の新興国など、その他通貨が優位となる傾向があります。
- ◆ 米ドル円の関係については、2008-2009年の国際金融危機を含め、リスク回避局面では円が優位となる傾向でしたが、2022年は米ドル優位です。やはり世界全体で見た米国の景気と利上げ観測の相対的な強さも挙げられます。この見立てに変化が表れるかが、相場転換の鍵となりそうです。

## ● 米国の景気が堅調で、大幅な利上げも続くとの見立てが米ドル優位の背景か



株式と為替の関係(イメージ)

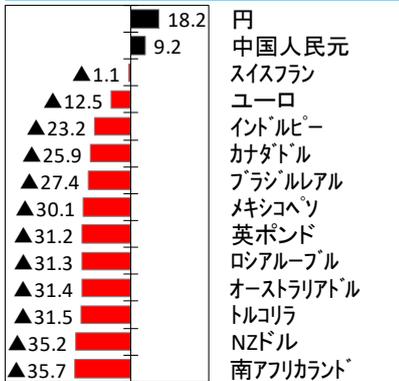


注) 世界株式はMSCI AC WORLD (現地通貨)。指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は2022年6月時点。  
出所) MSCI、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

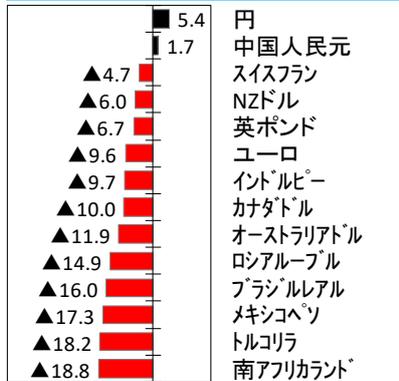
注) あくまでイメージであり、将来の成果をお約束するものではありません。  
出所) 三菱UFJ国際投信作成

### 世界株安局面における主要通貨の対米ドル騰落率(%)

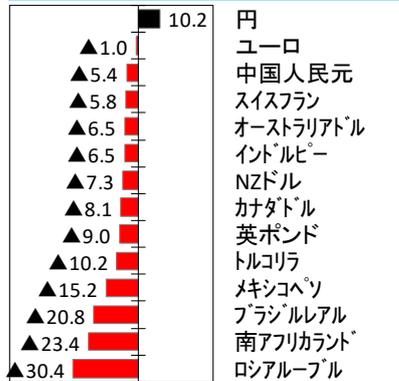
①国際金融危機 2007年11月ー2009年2月



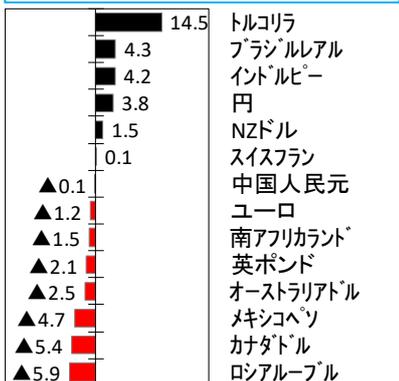
②米国債格下げ 2011年5月ー9月



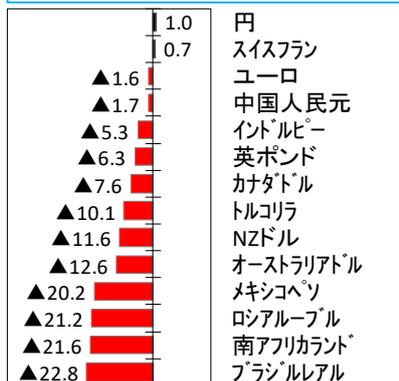
③チャイナ・ショック 2015年6月ー2016年2月



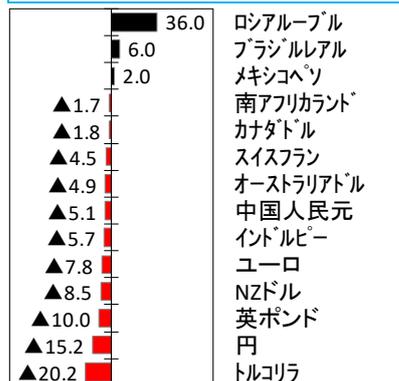
④米利上げ継続懸念 2018年10月ー12月



⑤コロナ・ショック 2020年1月ー3月



⑥ウクライナ戦争・米大幅利上げ 2022年1月ー6月



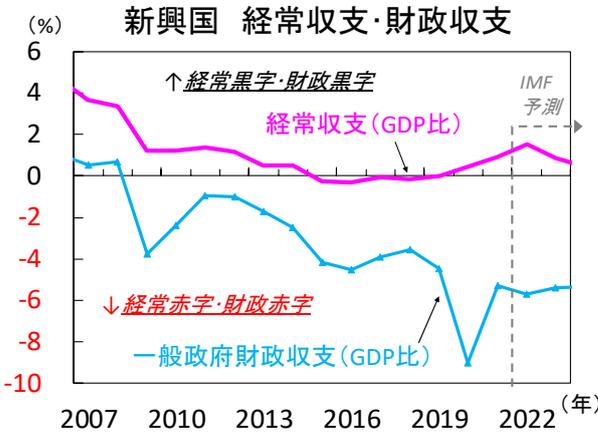
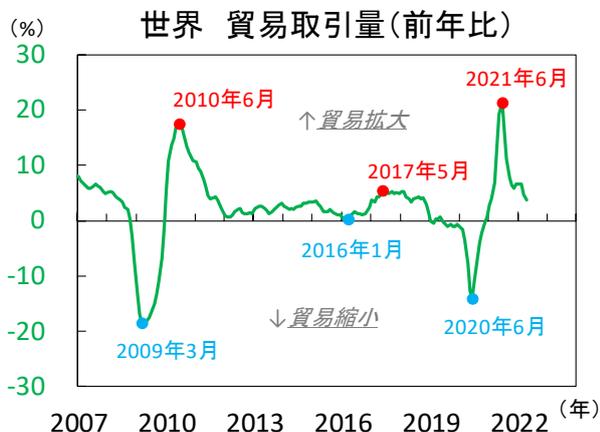
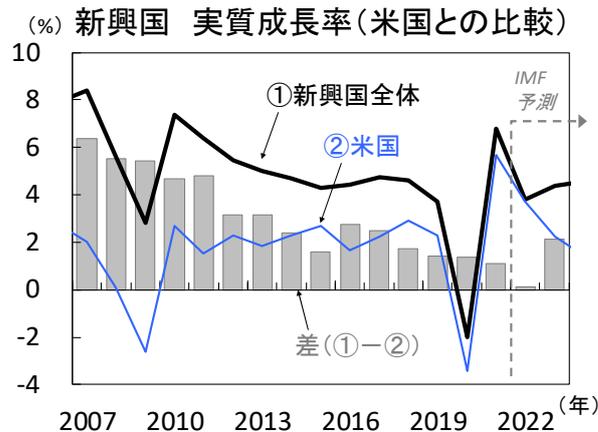
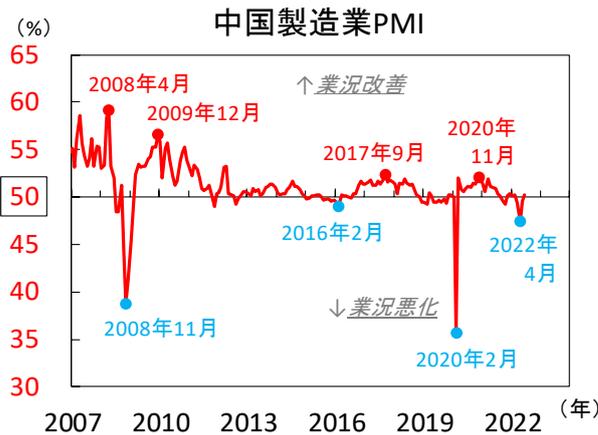
注) NZはニュージーランド。

出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

## 新興国通貨は中長期的な下落基調から抜け出せるか

- ◆ 新興国は2013年のバーナンキ・ショック、2014-15年の資源安、2015年の中国景気不安、2018年の米金利上昇や国際貿易摩擦、2020年の新型コロナ感染など、外部ショック発生の際に通貨安に直面してきました。通貨安が続けば、金融財政政策や国内政治の不安定化を招くリスクもあります。
- ◆ 新興国通貨は世界的景気回復や資源高を受け一時的に反発する場面も見せていますが、近年は相対的高成長の期待が弱まり、財政・経常収支悪化も進むなか、通貨高が長続きしない印象です。

### ● 近年、新興国通貨の反発は短命かつ限定的にとどまる傾向



注) 新興国通貨はFRB公表のEME Dollar Index (名目値)の逆数を三菱UFJ国際投信が指数化した値。資源価格はブルームバーグ商品指数(米ドル)。世界貿易取引量は3ヵ月移動平均値。新興国通貨、中国製造業PMI、資源価格、世界貿易取引量は期間内の転換点となった年月を表示。右中段・下段の値はIMF World Economic Outlook (2022年4月)に基づく。2022-2023年はIMF予測。直近値は新興国通貨・資源価格が2022年7月15日(日次)、中国製造業PMIが2022年6月、世界貿易取引量が同年4月(以上月次)時点。

出所) FRB、中国国家统计局、CPB (オランダ経済分析局)、IMF、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

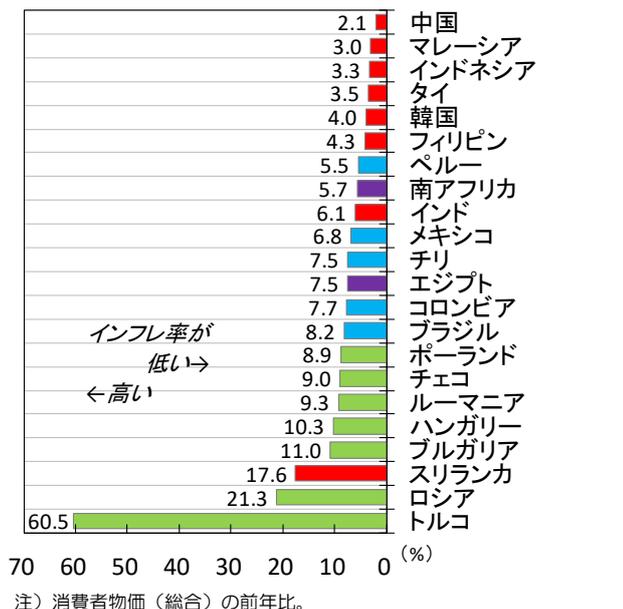
# 安定的な経済政策運営を市場に示せなければ、通貨安定は困難に

- ◆ 新興国は先進国に比べ金融市場が未成熟なため、海外資本(米ドル中心)が経済成長促進に不可欠ですが、米金利が上昇、または世界経済の不透明感が高まる場面では、経常赤字を抱え外貨が不足する国ほど債務返済能力への疑念から、資本流出圧力にさらされやすくなると考えます。
- ◆ 幾多の危機を経験し、一部新興国ではマクロ経済の健全化が進み対外ショックへの耐性も増した模様ですが、高インフレや外貨が手薄なトルコやスリランカなどぜい弱さの目立つ国は要注意です。

## ● 新興国では物価安定や対外収支改善など、たゆまぬ経済構造改革姿勢が必須

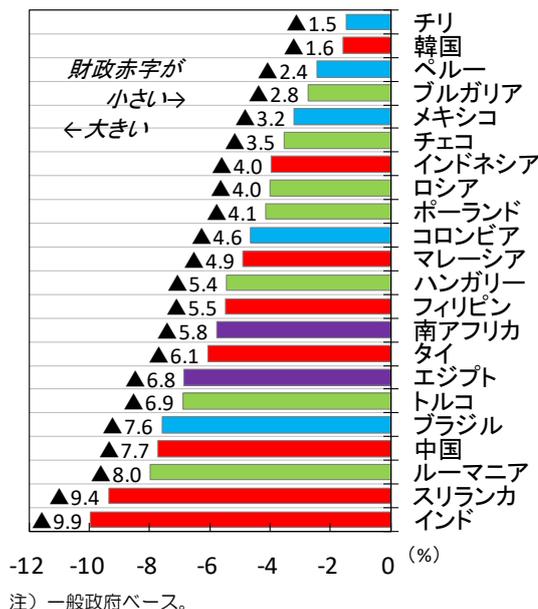
主要新興国の指標一覧(■アジア、■中東欧、■中南米、■アフリカ)

### ①インフレ率 (2022年予測)



出所) IMF World Economic Outlook (2022年4月)より  
三菱UFJ国際投信作成

### ②財政収支(GDP比) (2022年予測)



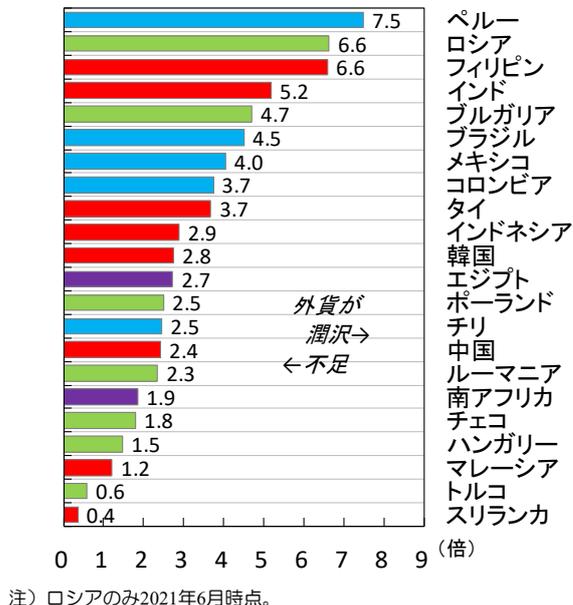
出所) IMF World Economic Outlook (2022年4月)より  
三菱UFJ国際投信作成

### ③経常収支(GDP比) (2022年予測)



出所) IMF World Economic Outlook (2022年4月)より  
三菱UFJ国際投信作成

### ④外貨準備(対外短期債務比) (2021年末実績)



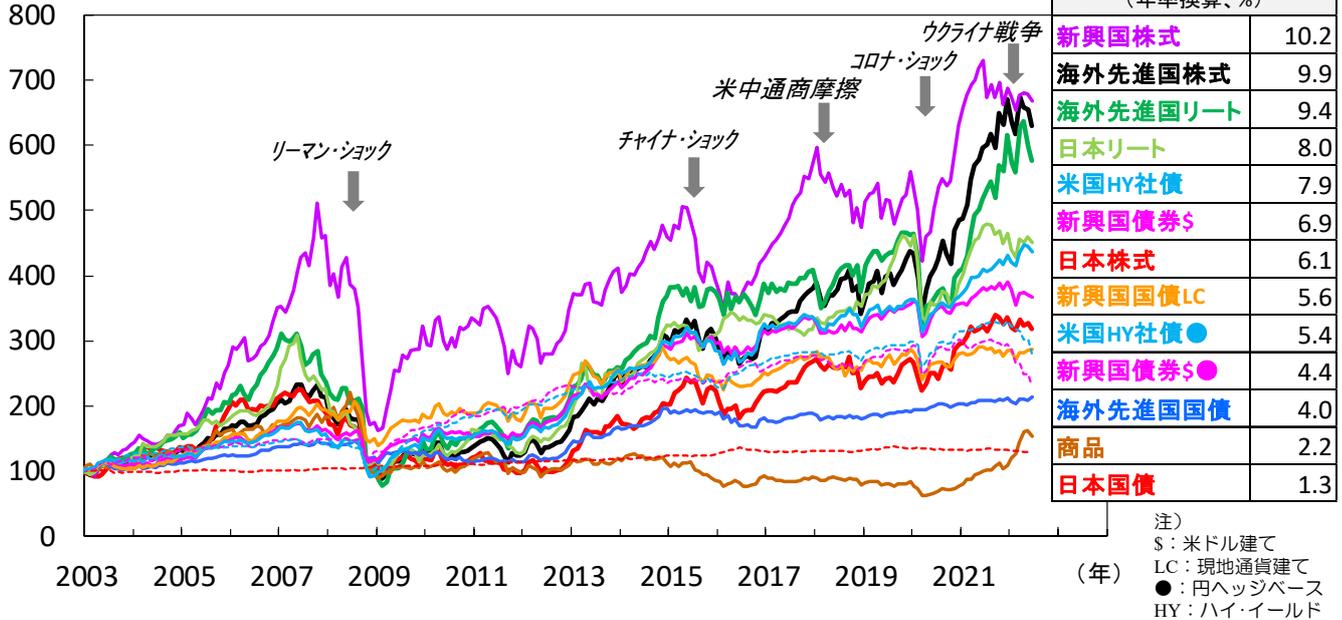
出所) 世界銀行、IMFより三菱UFJ国際投信作成

## 10. 投資戦略：慌てず冷静な投資行動を

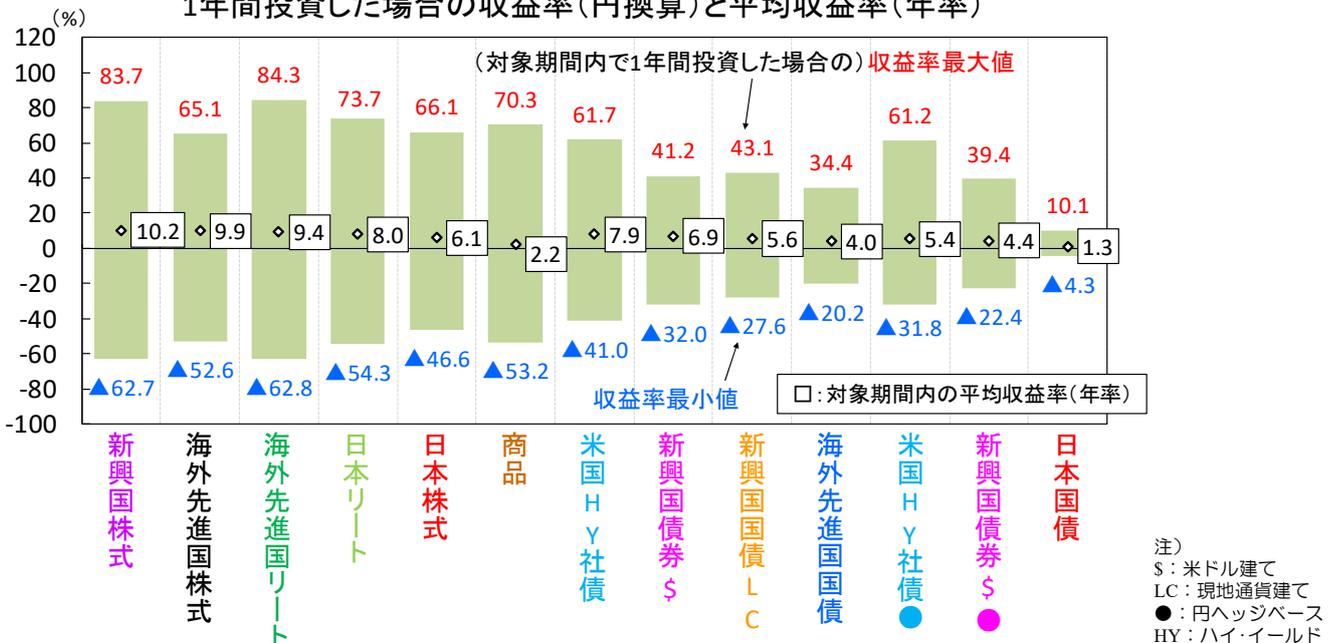
- ◆ グローバル経済下では、金融資産の価格が同一方向に動きやすく、様々な資産に分散投資することによるリスク軽減効果が薄れる傾向もあります。こうした環境では、投資家が自身のリスク許容度（資産価格の変動をどれだけ許容できるか）に応じて、投資対象を選別することが求められます。
- ◆ 国内投資家が海外資産に投資する場合、投資成果を円に換算して考える必要があるため、為替変動の影響を抑えることができる「為替ヘッジ」を選択するか否かもポイントになると考えられます。

### ● ウクライナ戦争を契機に、リスク回避的な動きが強まる

国内外資産の投資成果(円換算)(2002年末=100)



1年間投資した場合の収益率(円換算)と平均収益率(年率)



※ 為替ヘッジとは、通貨先物・オプション取引などを通じ、為替変動による運用資産の価格変動を回避（ヘッジ）する取引を指します。

注) 対象インデックス：海外先進国株式はMSCI KOKUSAI（配当込み）、日本株式はMSCI JAPAN（配当込み）、新興国株式はMSCI EM（配当込み）、海外先進国リートはS&P先進国REIT指数（除く日本、配当込み）、日本リートはS&P日本REIT指数（配当込み）、商品はブルームバーグ商品指数、日本国債はFTSE日本国債インデックス、海外先進国国債はFTSE世界国債インデックス（除く日本）、新興国債券\$（米ドル建て）はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified、新興国債券\$●（米ドル建て、円ヘッジあり）はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified（円ヘッジベース）、新興国債LC（現地通貨建て）はJ.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、米国ハイ・イールド社債はICE BofAML US High Yield Index、米国ハイ・イールド社債●（円ヘッジあり）はICE BofAML US High Yield Index（円ヘッジベース）、にそれぞれ基づく。  
日本株式、日本国債、日本リート、新興国債券\$●（円ヘッジあり）、米国ハイ・イールド社債●（円ヘッジあり）は円ベース指数、それ以外は米ドルベース指数に米ドル円相場を乗じて円換算した値から算出。指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は2022年6月時点。

出所) MSCI、S&P、ICE Data Indices、LLC、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

## 過去10年間の投資環境を振り返る

- ◆ 2015年は急速な原油安やチャイナ・ショックでリスク回避、2017年から中国景気持ち直しが鮮明化しリスク選好一色となりました。2018年は米中貿易摩擦や米国利上げ継続懸念で再びリスク回避となりましたが、2019年は米欧金融緩和や米中貿易合意を追い風にリスク選好優勢の展開でした。
- ◆ 2020年は、コロナ・ショック後の大胆な財政出動・金融緩和が奏功し株式主導でリスク選好回復、2021年からは商品やリートが復調に転じ、2022年はウクライナ戦争で商品の好調が目立ちます。

### ● 2022年は資源高で商品が他資産を圧倒

過去10年 各資産の年間投資成果(円換算、%)

■ : 株式・リート・商品など ■ : 海外債券(円ヘッジなし)、青字 : 円債と海外債券(● : 円ヘッジあり)

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
	円安米ドル高	円安米ドル高	米ドル円横ばい	円高米ドル安	円高米ドル安	円高米ドル安	円高米ドル安	円高米ドル安	円安米ドル高	円安米ドル高
1	日本株式 54.8	海外先進国 リート 41.3	日本株式 10.3	米国 HY社債● 15.7	新興国株式 32.7	日本リート 11.2	海外先進国 株式 27.9	新興国株式 12.8	海外先進国 リート 51.2	商品 39.7
2	海外先進国 株式 54.6	日本リート 28.3	海外先進国 リート 2.1	米国 HY社債 14.3	日本株式 20.1	日本国債 1.1	日本リート 25.7	海外先進国 株式 10.9	商品 41.7	米国 HY社債 1.4
3	日本リート 41.2	新興国 債券\$ 22.2	新興国 債券\$ 1.6	日本リート 10.3	海外先進国 株式 18.5	海外先進国 国債 ▲ 4.6	海外先進国 リート 23.3	日本株式 9.2	海外先進国 株式 38.2	海外先進国 国債 1.4
4	米国 HY社債 30.4	海外先進国 株式 21.0	日本国債 1.3	商品 8.7	新興国 国債LC 11.0	米国 HY社債● ▲ 4.6	日本株式 18.9	海外先進国 国債 6.0	日本リート 20.2	新興国 国債LC 0.8
5	海外先進国 リート 24.1	米国 HY社債 16.6	新興国 債券\$● 0.8	新興国株式 8.6	新興国 債券\$● 8.4	米国 HY社債 ▲ 4.9	新興国株式 17.7	米国 HY社債● 5.0	米国 HY社債 17.4	新興国株式 ▲ 2.7
6	海外先進国 国債 22.6	海外先進国 国債 16.1	海外先進国 株式 ▲ 0.9	新興国 債券\$● 7.9	新興国 債券\$ 6.2	新興国 債券\$● ▲ 6.6	新興国 債券\$ 13.9	新興国 債券\$● 4.2	日本株式 13.8	日本リート ▲ 3.0
7	新興国株式 18.6	新興国株式 11.7	米国 HY社債 ▲ 4.3	新興国 債券\$ 7.2	米国 HY社債● 5.7	新興国 債券\$ ▲ 6.8	米国 HY社債 13.3	米国 HY社債 0.9	新興国 債券\$ 9.5	日本国債 ▲ 4.1
8	新興国 債券\$ 15.0	日本株式 9.8	海外先進国 国債 ▲ 4.5	新興国 国債LC 7.0	海外先進国 リート 5.5	海外先進国 リート ▲ 8.3	新興国 国債LC 12.4	新興国 債券\$ 0.1	新興国株式 9.0	日本株式 ▲ 5.7
9	新興国 国債LC 10.5	新興国 国債LC 7.2	日本リート ▲ 4.9	海外先進国 株式 5.7	海外先進国 国債 4.5	新興国 国債LC ▲ 8.7	新興国 債券\$● 11.8	日本国債 ▲ 1.1	米国 HY社債● 5.0	海外先進国 株式 ▲ 6.0
10	商品 9.8	新興国 債券\$● 7.0	米国 HY社債● ▲ 5.0	日本国債 3.7	米国 HY社債 3.6	海外先進国 株式 ▲ 10.2	米国 HY社債● 11.2	新興国 国債LC ▲ 2.4	海外先進国 国債 4.5	新興国 債券\$ ▲ 6.0
11	米国 HY社債● 7.4	日本国債 4.9	新興国株式 ▲ 14.3	海外先進国 リート 3.4	日本国債 0.2	商品 ▲ 13.6	商品 6.6	商品 ▲ 7.9	新興国 国債LC 1.7	海外先進国 リート ▲ 6.2
12	日本国債 2.2	米国 HY社債● 2.0	新興国 国債LC ▲ 14.6	日本株式 ▲ 0.4	商品 ▲ 2.0	日本株式 ▲ 14.9	海外先進国 国債 5.5	海外先進国 リート ▲ 12.2	日本国債 ▲ 0.2	米国 HY社債● ▲ 15.0
13	新興国 債券\$● ▲ 5.7	商品 ▲ 5.6	商品 ▲ 24.4	海外先進国 国債 ▲ 2.7	日本リート ▲ 6.6	新興国株式 ▲ 16.5	日本国債 2.3	日本リート ▲ 12.9	新興国 債券\$● ▲ 2.3	新興国 債券\$● ▲ 21.3

注) \$は米ドル建て、LCは現地通貨建て。黒太線はプラスとマイナスの境目を表す。  
 海外先進国株式はMSCI KOKUSAI (配当込み)、日本株式はMSCI JAPAN (配当込み)、新興国株式はMSCI EM (配当込み)、先進国リートはS&P先進国REIT指数 (配当込み)、日本リートはS&P日本REIT指数 (配当込み)、商品はブルームバーグ商品指数、日本国債はFTSE日本国債インデックス、海外先進国国債はFTSE世界国債インデックス (除く日本)、新興国債券\$はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified、新興国債券\$● (円ヘッジ) はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified (円ヘッジベース)、新興国国債LCはJ.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、米国HY (ハイ・イールド) 社債はICE BofAML US High Yield Index、米国HY社債 (円ヘッジ) はICE BofAML US High Yield Index (円ヘッジベース)、にそれぞれ基づく。  
 日本株式、日本国債、新興国債券\$ (円ヘッジ)、米国HY社債 (円ヘッジ) は円ベース指数、それ以外は米ドルベース指数に米ドル円相場を乗じた円換算値から算出。米ドル円相場の方向性は前年末と当年末の終値を比較して判断 (円の対米ドル騰落率が▲0.5%以下:円安米ドル高、+0.5%以上:円高米ドル安、それ以外は米ドル円横ばい、と表記)。直近値は2022年6月時点。

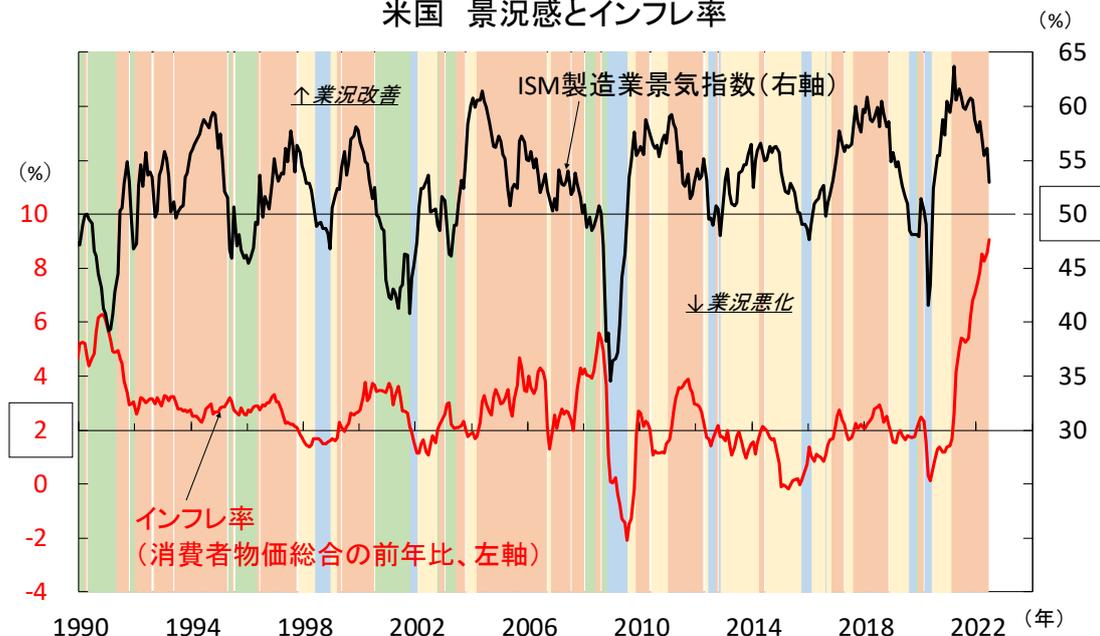
出所) MSCI、S&P、ICE Data Indices, LLC、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

## 景気・物価循環から資産価格の動きを探る

- ◆ 経済環境を景気・物価から4局面に分け、資産価格の動きを振り返ります。1990年以降、株式は景気良好な局面①②ともに堅調ですが、低インフレで金融緩和色の残る①(例：2020年後半～2021年初)に比べ高インフレで金融引き締め色が強まる②(2021年春～足元)はやや劣勢の傾向です。
- ◆ ③は先行きの景気悪化を織り込むこともあり、株式より国債が優位な傾向です。④は金融緩和など景気刺激策が採用されやすく、景気回復を先取りした株高機運が高まりやすいともいえます。

### ● 景気低迷・高インフレ局面の株式はその他局面に比べ苦戦する傾向

米国 景況感とインフレ率



- ① 景気良好 (ISM指数が50以上) / 低インフレ (インフレ率が+2%未満)
- ② 景気良好 (ISM指数が50以上) / 高インフレ (インフレ率が+2%以上)
- ③ 景気低迷 (ISM指数が50未満) / 高インフレ (インフレ率が+2%以上)
- ④ 景気低迷 (ISM指数が50未満) / 低インフレ (インフレ率が+2%未満)

米国 景気・物価の局面別に見た株式・国債・社債・商品の投資成果 (年率%)

		インフレ率 (消費者物価総合の前年比)								
		2%								
I S M 製 造 業 景 気 指 数	50	① 景気良好/低インフレ		② 景気良好/高インフレ						
		株式	国債	社債	商品	株式	国債	社債	商品	
	A.リターン	15.4	3.9	6.7	8.0	9.7	4.4	4.5	6.9	
	B.リスク	14.0	4.0	4.3	14.5	11.9	4.3	4.7	12.9	
	A/B	1.10	0.97	1.57	0.55	0.81	1.01	0.96	0.53	
		④ 景気低迷/低インフレ		③ 景気低迷/高インフレ						
		株式	国債	社債	商品	株式	国債	社債	商品	
		A.リターン	16.5	6.1	11.5	▲12.5	4.5	8.0	6.7	1.1
		B.リスク	22.0	6.2	8.2	17.2	18.4	4.5	7.1	18.3
		A/B	0.75	0.98	1.40	▲0.73	0.24	1.79	0.95	0.06

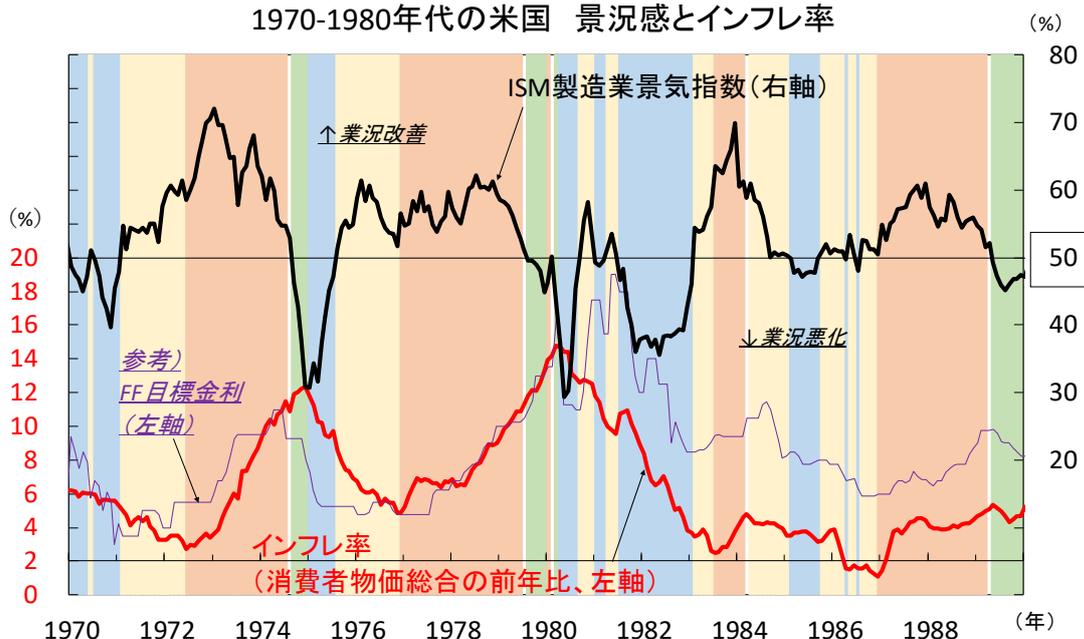
注) 上図：直近値は2022年6月時点。  
 下表：株式：MSCI USA、国債：ICE BofAML US Treasury Index、社債：ICE BofAML US Corporate Index、商品：ブルームバーグ商品指数 (すべて米ドルベースのトータル・リターン・インデックス)。  
 対象期間は1991年1月～2022年6月時点。リターンは月間変動率 (年率換算) の平均値、リスクはリターンの標準偏差に基づく。  
 出所) MSCI、ICE Data Indices, LLC、ISM、米労働省、Bloomberg、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

## 1970-80年代の経験則：株価持ち直しの鍵はインフレ沈静化

- ◆ 同様に、2%超のインフレが常態化していた1970-1980年代の株式を振り返ります。局面②は、景気良好もインフレ加速を受けた強力な金融引き締めが嫌気され、他局面に比べ苦戦していました。
- ◆ ③も高インフレ環境ですが、景気に配慮し金融引き締めが見直される場面もあったため、②に比べ株式への逆風が和らいだと推察されます。①④はインフレ率鈍化を受け、金融緩和色が強まり株式も落ち着いた印象です。今後も物価とFRB（連邦準備理事会）の政策姿勢の変化に要注意です。

### ● 強力な金融引き締めでインフレ抑制に成功すれば、中長期的に見ればプラスに

1970-1980年代の米国 景況感とインフレ率



- ① 景気良好 (ISM指数が50以上) / インフレ鈍化 (インフレ率が低下基調)
- ② 景気良好 (ISM指数が50以上) / インフレ加速 (インフレ率が上昇基調)
- ③ 景気低迷 (ISM指数が50未満) / インフレ加速 (インフレ率が上昇基調)
- ④ 景気低迷 (ISM指数が50未満) / インフレ鈍化 (インフレ率が低下基調)

1970-1980年代の米国 景気・物価の局面別に見た株式の投資成果 (年率%)

		インフレ率 (消費者物価総合の前年比)			
		鈍化		加速	
ISM 製造業 景気 指数	50	① 景気良好 / インフレ鈍化		② 景気良好 / インフレ加速	
		A.リターン	19.7	A.リターン	1.2
	B.リスク	13.8	B.リスク	15.8	
	A/B	1.42	A/B	0.08	
		④ 景気低迷 / インフレ鈍化		③ 景気低迷 / インフレ加速	
		A.リターン	18.5	A.リターン	10.9
		B.リスク	16.5	B.リスク	22.7
		A/B	1.13	A/B	0.48

注) 上図：対象期間は1970年1月～1989年12月。  
 下表：株式はMSCI USA (米ドルベースのトータル・リターン・インデックス)。  
 対象期間は1970年1月～1989年12月時点。リターンは月間変化率 (年率換算) の平均値、リスクはリターンの標準偏差に基づく。

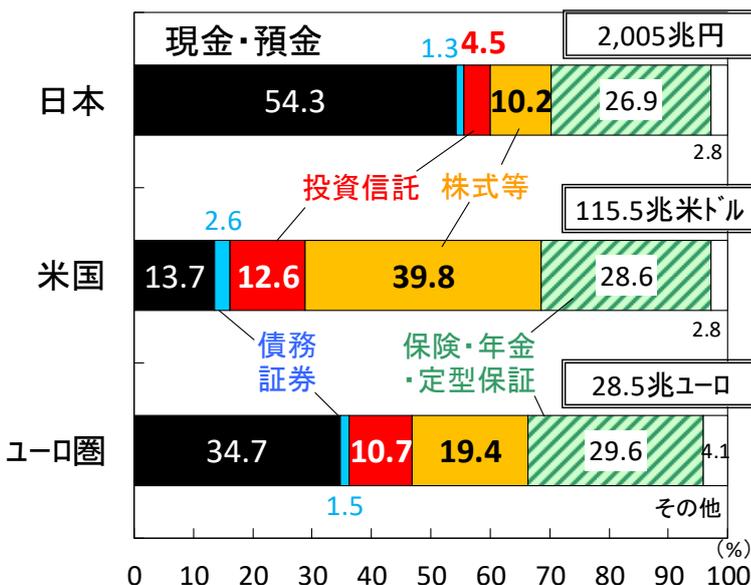
出所) MSCI、ISM、米労働省、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

## 対岸の火事ではないインフレ、国内家計は資産防衛の意識を高めるか

- ◆ 日本の家計金融資産構成を見ると、現預金が半分以上を占め、その額は1,000兆円を超えるなど国民の安全志向の強さを反映したものとなっています。このことは、2008年のリーマン・ショック、2020年のコロナ・ショックといった資産価格暴落局面では資産防衛という面で耐性も見せました。
- ◆ ただし、市場がリスク選好に転じた場合は、その恩恵を享受しづらいといえます。近年、賃金所得も伸び悩み、低金利が常態化するなか、現預金偏重の構成では資産形成を望むべくもないでしょう。

### ● 現預金中心の資産構成が資産収益率低迷の主因

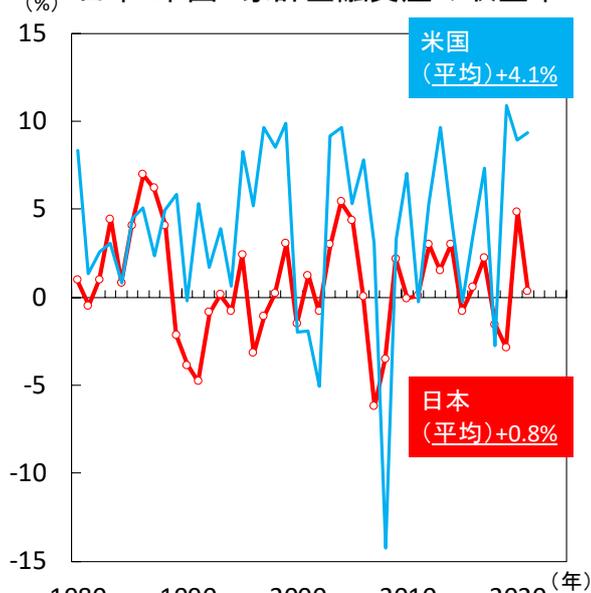
日米欧 家計金融資産構成



注) 囲みは総額。値は2022年3月末時点。

出所) 日本銀行、FRB、ECBより三菱UFJ国際投信作成

日本・米国 家計金融資産の収益率

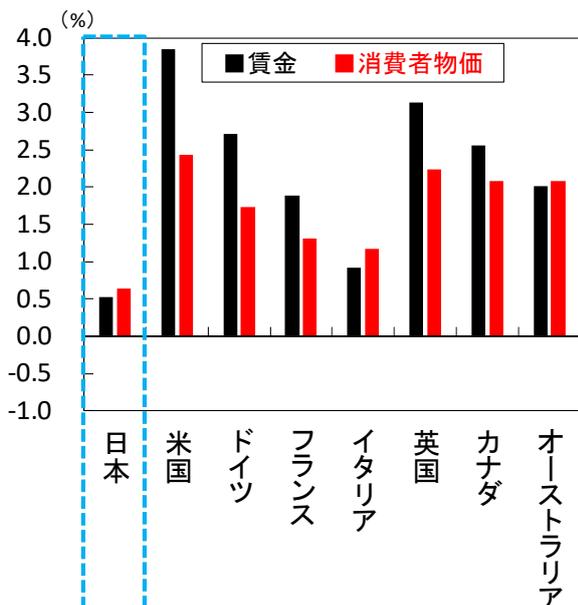


注) 当年の調整額要因(価格変化など)÷前年の残高×100として簡便的に算出。平均は1980~2021年(年度)平均。調整額要因は残高差額(当年-前年)-当年取引額。日本が年度。直近値は米国が2021年、日本が2021年度時点。

出所) 日本銀行、FRBより三菱UFJ国際投信作成

### ● 賃金・物価の伸び悩みが続く日本、だが実生活では物価上昇を感じる場面も

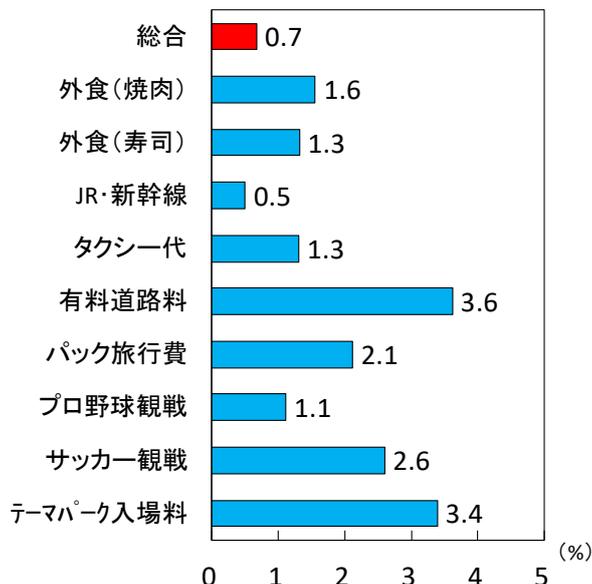
主要国 賃金と消費者物価(過去10年、年率)



注) OECD Economic Outlook (2022年6月)に基づく。2022年値の対2012年対比(年率換算)。

出所) OECDより三菱UFJ国際投信作成

日本 消費者物価(過去10年、年率)



注) 2022年(1-5月平均)の対2012年平均比(年率換算)。

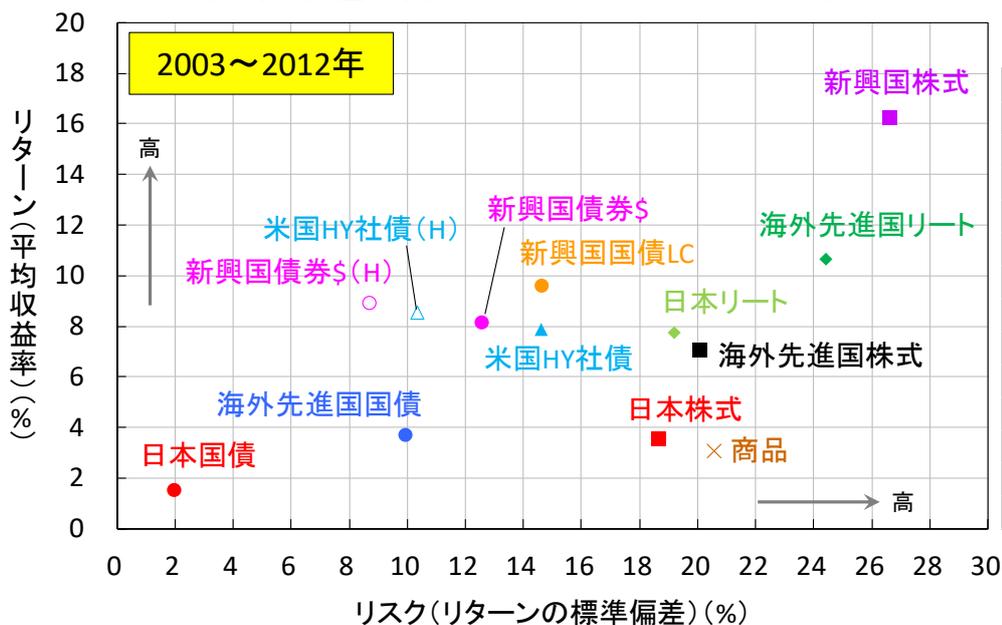
出所) 総務省より三菱UFJ国際投信作成

## 資産選択のヒントとなりうるリスク・リターンの関係

- ◆ 資産形成の上で、各資産のリターン(収益率)とリスク(価格変動の大きさ)を把握することが重要です。短期で高いリターンを狙うか、中長期で安定したリターンを目指すかで資産選択も変わります。
- ◆ 投資効率の目安となる単位リスク当たりリターンを見ると、2013年以降は先進国に比べ新興国資産の劣後が目立ちます。2000年代の新興国ブームを支えた中国の高成長が終焉するなか、投資家は、新興国に対し中長期的な成長性・投資価値を見出せるか否か、冷静に見始めた模様です。

### ● 新興国資産は中長期で安定かつ着実な資産形成の対象となれるか正念場

国内外資産(円換算)のリスクとリターン(年率換算)



単位リスク当たりリターン	
新興国債券\$(H)	1.02
米国HY社債(H)	0.82
日本国債	0.76
新興国国債LC	0.65
新興国債券\$	0.65
新興国株式	0.61
米国HY社債	0.54
海外先進国リート	0.44
日本リート	0.40
海外先進国国債	0.37
海外先進国株式	0.35
日本株式	0.19
商品	0.15

国内外資産(円換算)のリスクとリターン(年率換算)



単位リスク当たりリターン	
米国HY社債	0.93
海外先進国株式	0.92
日本株式	0.80
海外先進国国債	0.77
海外先進国リート	0.73
新興国債券\$	0.70
日本リート	0.69
新興国株式	0.56
日本国債	0.43
米国HY社債(H)	0.40
新興国国債LC	0.32
商品	0.32
新興国債券\$(H)	0.05

注) 対象インデックス：海外先進国株式はMSCI KOKUSAI (配当込み)、日本株式はMSCI JAPAN (配当込み)、新興国株式はMSCI EM (配当込み)、海外先進国リートはS&P先進国REIT指数(除く日本、配当込み)、日本リートはS&P日本REIT指数(配当込み)、商品はブルームバーグ商品指数、日本国債はFTSE日本国債インデックス、海外先進国国債はFTSE世界国債インデックス(除く日本)、新興国債券\$(米ドル建て)はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified、新興国債券\$(H)(米ドル建て、円ヘッジあり)はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified(円ヘッジベース)、新興国国債LC(現地通貨建て)はJ.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、米国ハイ・イールド社債はICE BofAML US High Yield Index、米国ハイ・イールド社債(H)(円ヘッジあり)はICE BofAML US High Yield Index(円ヘッジベース)、にそれぞれ基づく。日本株式、日本国債、日本リート、新興国債券\$(H)(円ヘッジあり)、米国ハイ・イールド社債(H)(円ヘッジあり)は円ベース指数、それ以外は米ドルベース指数に米ドル円相場を乗じて円換算した値から算出。リターンは月次変化率の年率換算値、リスクはリターンの標準偏差とした。下図の直近値は2022年6月時点。

出所) MSCI、S&P、ICE Data Indices, LLC、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

### ①米国株式: 苦しい時間帯続く

- ◆ 2022年は序盤から軟調な展開、足元までエネルギー除く全10セクターの指数騰落率はマイナスです。株価収益率(PER)は16倍余と長期平均近傍まで下落しました。1株当たり予想利益率(EPS)の伸びは、資源価格上昇に伴うエネルギー企業の利益予想の押し上げもあり、値持ちの良さを示しています。
- ◆ 株価が軟調に推移する中、米株ボラティリティ(変動率)は2月以降低下、反発の契機を掴めずにあります。景気の先行き不透明感払しょくと愚直なトップラインの伸びが株価反発には必要とみえています。

#### ● 株価反発には景気の先行き不透明感払しょくとトップラインの上伸が必要か

S&P500株価指数と  
株価収益率(I/B/E/S12ヵ月先予想)



注) 直近値は2022年7月14日。

出所) S&P、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

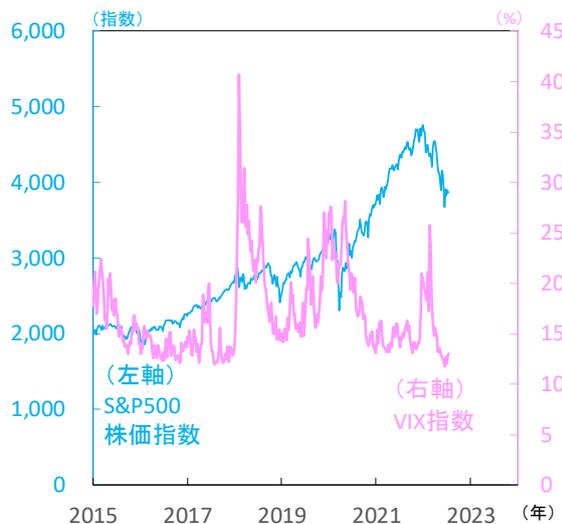
S&P500株価指数と  
1株当たり利益(EPS)伸び率



注) 直近値は2022年7月14日。予想EPSはI/B/E/Sによる。

出所) S&P、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

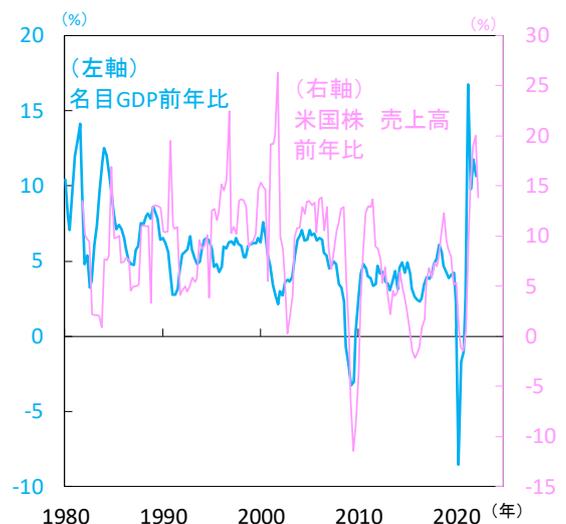
S&P500株価指数と  
VIX指数



注) 直近値は2022年7月14日。VIX指数はS&P500株価指数インプライド変動率、別名恐怖指数。

出所) S&P、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

米国名目GDP前年比と  
米国株構成企業売上高



注) 2022年3月期。米国株売上高は、Datastream米国株指数構成企業の過去12ヵ月売上高実績の前年比。

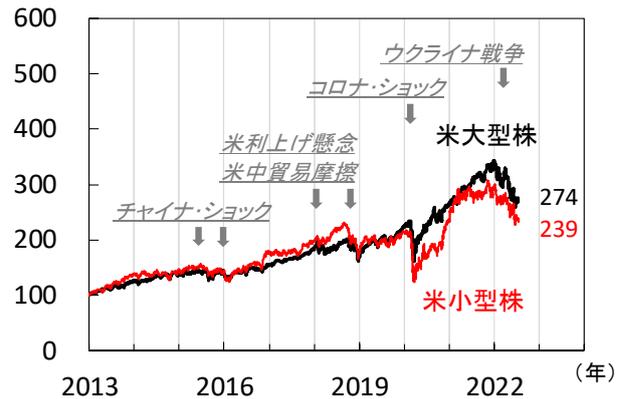
出所) 米BEA、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

## 2022年下期の株式市場は各企業の真の実力が問われる展開も

- ◆ 株式市場は2020年春以降、各国協調の大胆な金融緩和・財政出動を追い風に、世界的な景気回復を先取る形で成長・大型株主導で反発しました。成長・大型株優位の構図は2021年も続きました。
- ◆ 2022年上期は世界的な金利上昇に押され、成長株が相対的に軟調でした。下期も、世界的な資源高止まりや景気減速のリスク、混んとする国際情勢など向かい風の強い環境が続くとみられます。こうした厳しい環境を乗り越える力、財務健全性や収益性の高さが銘柄選別の基準となりそうです。

### ● 2022年上期の株式市場は成長株主導の調整局面に

米国株式の動き(2012年末=100)



2020年-2022年 株式の期間別騰落率

各年(期間)別の騰落率(%)		2020年	1-3月	4-12月	2021年	1-6月	7-12月	2022年	1-3月	4-6月	7月-	
米国株式	総合(S&P500)	16.3	-20.0	45.3	26.9	14.4	10.9	-18.9	-4.9	-16.4	2.1	
	スタイル別	成長株(S&P500 グロース)	32.0	-14.8	54.9	31.0	13.9	15.1	-25.3	-8.8	-21.0	3.6
		割安株(S&P500 バリュア)	-1.4	-25.9	33.0	22.2	15.0	6.2	-11.8	-0.7	-11.8	0.6
	規模別	大型株(S&P100)	19.3	-17.7	44.9	27.6	14.2	11.7	-19.3	-5.0	-17.3	2.6
		小型株(S&P600)	9.6	-32.9	63.4	25.3	22.9	2.0	-18.9	-5.9	-14.5	0.8
	業種別(S&P500)	IT(情報技術)	42.2	-12.2	62.0	33.4	13.2	17.8	-24.2	-8.6	-20.4	4.2
		半導体・同製造装置	42.4	-14.7	67.0	48.7	21.1	22.8	-32.9	-10.5	-28.7	5.2
		通信サービス	22.2	-17.2	47.6	20.5	19.1	1.2	-28.9	-12.1	-20.9	2.2
		ヘルスケア	11.4	-13.1	28.2	24.2	10.9	11.9	-7.7	-3.0	-6.3	1.6
		公益	-2.8	-14.2	13.2	14.0	0.8	13.1	-2.5	4.0	-5.7	-0.6
		生活必需品	7.6	-13.4	24.3	15.6	3.6	11.5	-5.8	-1.6	-5.2	1.1
		一般消費財・サービス	32.1	-19.6	64.2	23.7	9.9	12.5	-29.4	-9.2	-26.3	5.5
		資本財・サービス	9.0	-27.4	50.2	19.4	15.6	3.3	-17.9	-2.7	-15.2	-0.5
		金融	-4.1	-32.3	41.7	32.5	24.5	6.5	-18.6	-1.9	-17.9	1.0
		不動産	-5.2	-19.8	18.3	42.5	21.7	17.1	-20.9	-6.9	-15.4	0.4
素材	18.1	-26.6	60.9	25.0	13.5	10.2	-20.4	-2.8	-16.3	-2.1		
エネルギー	-37.3	-51.1	28.1	47.7	42.4	3.8	24.0	37.7	-6.1	-4.0		
安定増配株(S&P500配当貴族指数)		5.7	-23.8	38.7	23.0	13.4	8.4	-12.8	-3.6	-10.1	0.6	
日本株式	総合(TOPIX)	4.8	-18.5	28.6	10.4	7.7	2.5	-5.0	-2.3	-3.9	1.2	
	スタイル別	成長株(TOPIX グロース)	17.2	-14.7	37.4	6.6	1.9	4.5	-11.9	-7.9	-7.2	3.0
		割安株(TOPIX バリュア)	-7.3	-22.2	19.2	14.5	13.9	0.5	2.2	3.5	-0.8	-0.5
	規模別	大型株(TOPIX100)	6.1	-17.6	28.7	13.1	8.2	4.5	-5.2	-1.9	-4.9	1.6
小型株(TOPIX SMALL)		-2.2	-21.5	24.6	8.7	7.5	1.2	-5.7	-4.4	-1.7	0.4	
地域別	先進国株(MSCI WORLD)	16.5	-20.9	47.3	22.3	13.3	8.0	-19.5	-5.0	-16.1	0.9	
	米国	21.4	-19.6	51.0	27.0	14.9	10.5	-19.4	-5.2	-16.8	2.2	
	除く米国	8.1	-23.1	40.6	13.2	10.3	2.6	-19.9	-4.7	-14.4	-1.8	
	新興国株(MSCI EM)	18.7	-23.6	55.3	-2.2	7.6	-9.1	-20.3	-6.9	-11.3	-3.5	
	アジア	28.8	-18.1	57.2	-4.8	6.1	-10.3	-19.9	-8.6	-9.2	-3.4	

注) 米国株式(米ドル)は総合がS&P500、成長株がS&P500グロース指数、割安株がS&P500バリュア指数、大型株がS&P100種、小型株がS&P小型株600種、安定増配株がS&P500配当貴族指数(S&P500構成銘柄のうち少なくとも25年連続で増配を続けている銘柄で構成)、日本株式(円)は総合がTOPIX、成長株がTOPIXグロース、割安株がTOPIXバリュア、大型株がTOPIX100、小型株がTOPIX Small、地域別株価(すべてMSCI、米ドル)は先進国がMSCI World、米国がMSCI USA、除く米国がMSCI World ex USA、新興国がMSCI EM、アジアがMSCI EM Asia、に基づく。上図の指数化は三菱UFJ国際投信。2022年7月は7月15日時点。

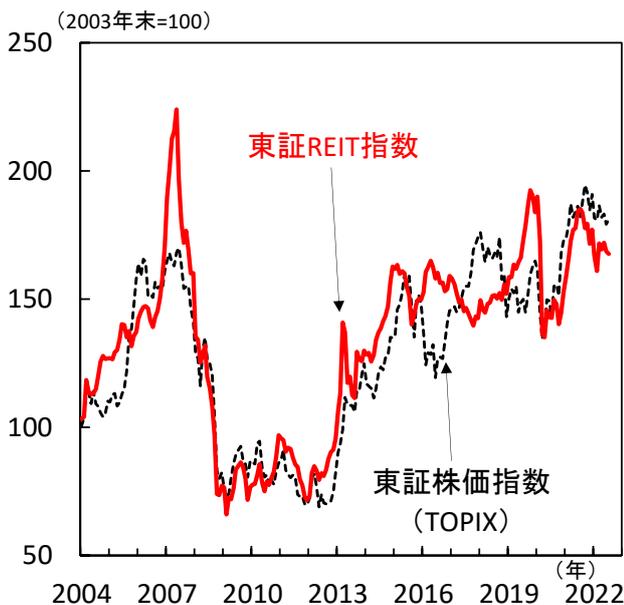
出所) MSCI、S&P、ICE Data Indices, LLC、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

## ②日本リート: 低金利環境で底堅さが見られる

- ◆ リートは底堅く推移しています。年初以降の世界的な金融引き締め局面では欧米リートが軟調な中、経済活動再開への期待や日銀の金融緩和政策が下支えています。需給面では買い主体の海外投資家が足元で慎重姿勢を強めるも、国内投資家による値ごろ感での押し目買いが見られます。
- ◆ 経済正常化への期待や金利対比で高いリート配当利回りは支援材料になるとみます。他方、オフィスは在宅勤務の定着化や来年以降の新規ビル供給増など先行き不透明な状況が続きそうです。

### ●世界的な金融引き締め局面で海外勢は売り越すも、国内投資家は押し目買い

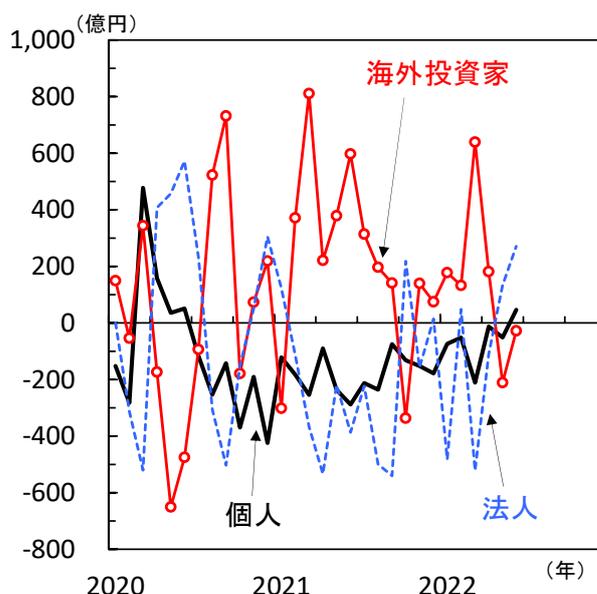
東証REIT指数とTOPIX



注) データは月末値を使用し、直近値は2022年7月18日時点。指数化は三菱UFJ国際投信。

出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

J-REIT 主要投資家別売買動向(ネット買越額)



注) 直近値は2022年6月、「買い」-「売り」で算出。法人内訳は投資信託、事業法人、その他法人等、金融機関。

出所) 東京証券取引所より三菱UFJ国際投信作成

### ● 低金利環境でリート配当利回りの高さは魅力、一方でオフィス市況は不透明さ残る

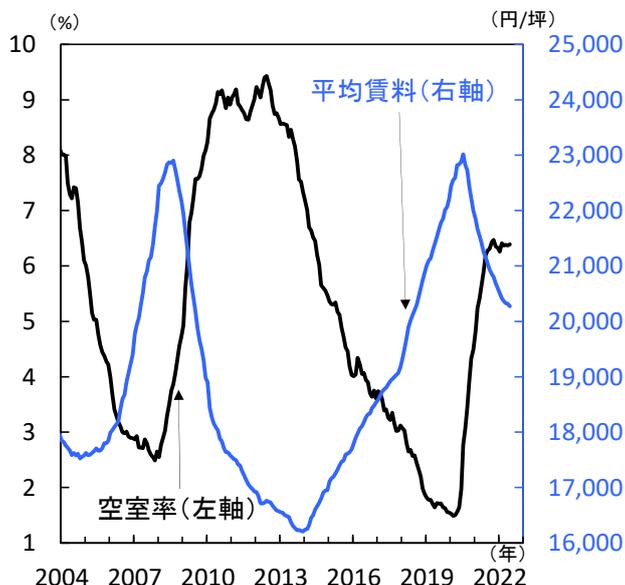
J-REIT 予想分配金利回りとNAV倍率



注) 直近値は2022年6月。予想分配金利回りは当期予想分配金の年換算額 / 投資口価格、NAV倍率は投資口価格 / 1口当たり純資産価値。ともに J-REIT 全銘柄の時価総額加重平均値。

出所) 不動産証券化協会より三菱UFJ国際投信作成

東京都心5区のオフィス空室率と平均賃料



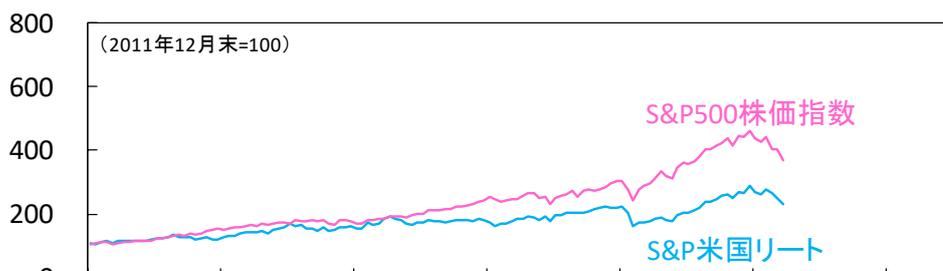
注) 直近値は2022年6月。

出所) 三鬼商事、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

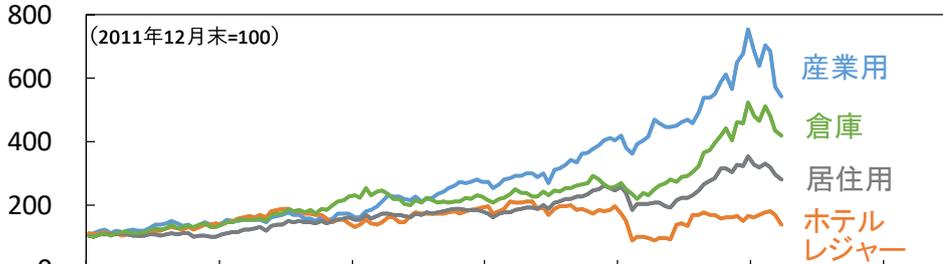
### ③米国リート: 配当利回りは魅力的も苦しい局面続く

- ◆ 長期のトータルリターンは、米国リートが米S&P500を下回っています。但し、濃淡はあるものの、販売拠点や設備などの産業用や倉庫用の不動産など、一部セクターのパフォーマンスは株価指数をアウトパフォーム、昨今の長期金利上昇局面ではセクター選別の巧妙が求められましょう。
- ◆ 足元の米国リート価格は軟調な株価や長期金利が上昇する中、リスク回避姿勢の高まりも重なり軟調に推移しています。相場反転には、40年ぶり高水準の物価上昇率の鎮静化が待たれます。

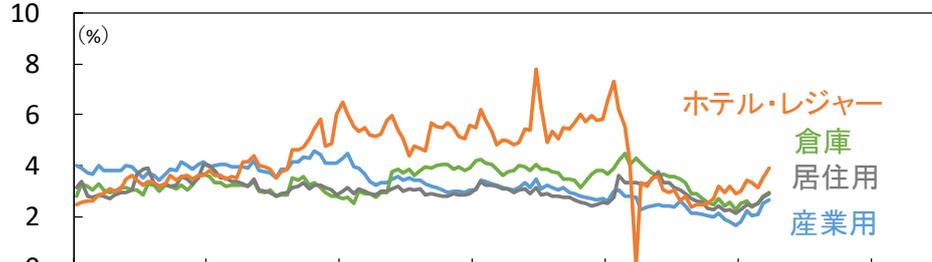
米国リート  
米株  
トータルリターン



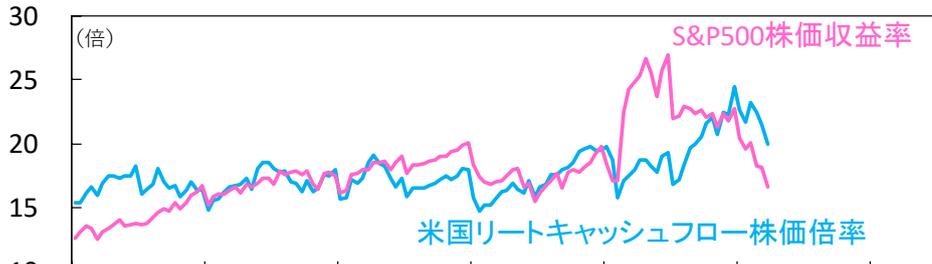
米国リート  
主要セクター  
トータルリターン



米国リート  
主要セクター  
配当利回り



米国リートと米株  
PERと株価キャッ  
シュフロー倍率



米国  
10年国債利回り



注) データはすべて2012年1月~2022年6月。最上段米国リート、2段目同セクタートータルリターン、3段目同セクター配当利回りはS&P米国リート指数。4段目S&P500株価収益率は12カ月先予想ベース、米国リートキャッシュフロー-株価倍率はDataStream US REITs Indexより引用。

出所) S&P、Bloomberg、Refinitiv、DataStreamより三菱UFJ国際投信作成

【ご参考】国際金融市場の動向

世界経済

注目点

日本経済

米国経済

欧州経済

豪州経済

中国経済

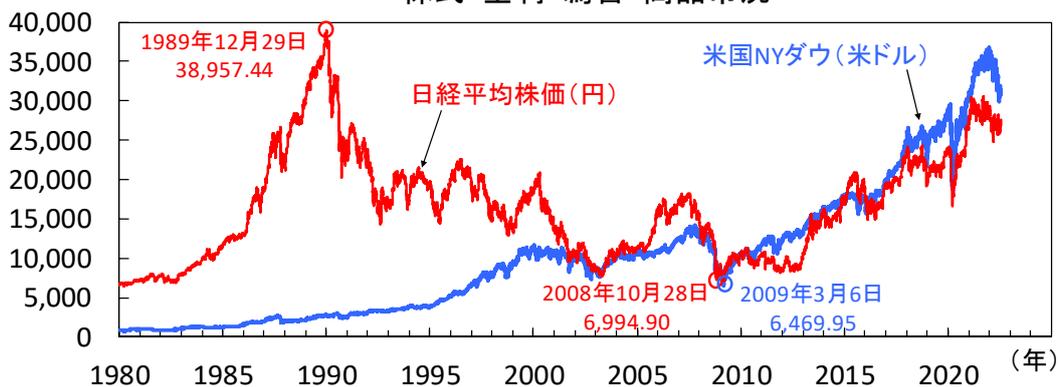
新興国

為替相場

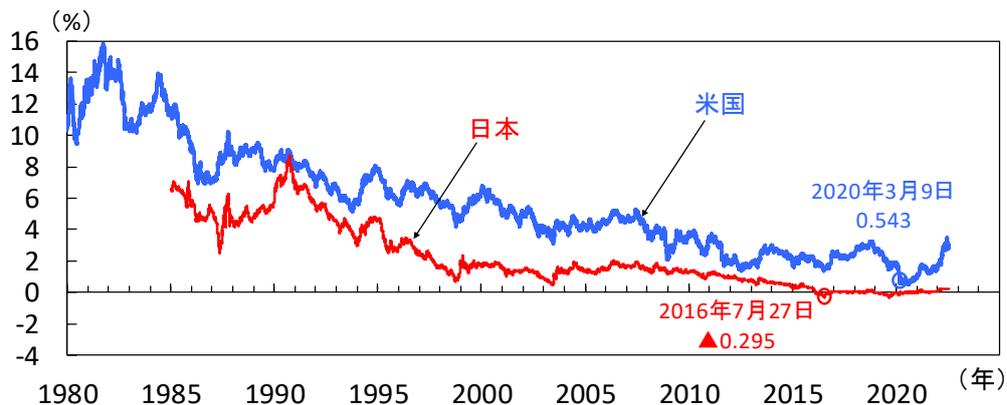
投資戦略

株式・金利・為替・商品市況

日米株式



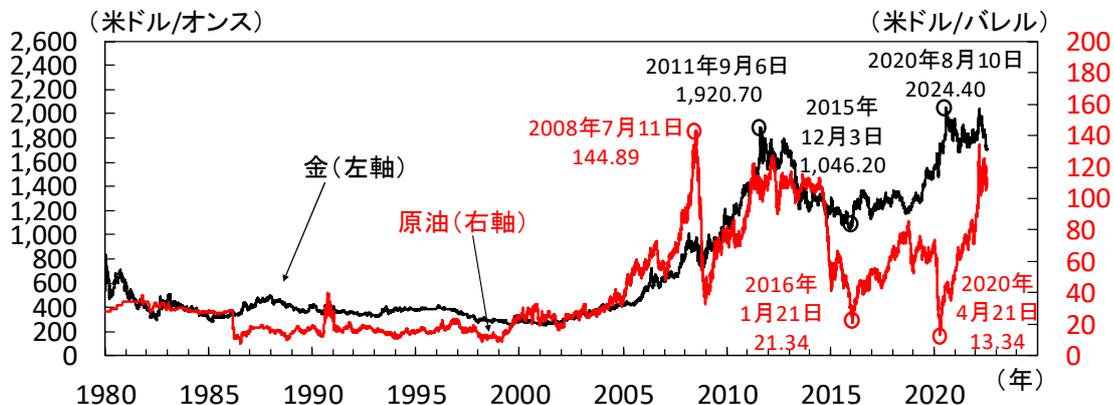
日米10年国債利回り



為替相場 (対円)



商品価格 (米ドル)



注) 1999年以前のユーロはECU (ヨーロッパ通貨単位) で接続。原油はアラビアンライト原油スポット価格 (アジア向け)、金はCOMEX (ニューヨーク商品取引所) 先物価格。凡例はすべてザラバベース (Bloomberg集計)。直近値はすべて2022年7月20日時点。

出所) Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

## 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。本資料は、投資勧誘を目的とする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7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。

MSCI ACWI、MSCI WORLD、MSCI KOKUSAI、MSCI EM、MSCI JAPAN、MSCI USA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。

S&P先進国REIT指数(除く日本)、S&P米国REIT指数、S&P日本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。

J.P. Morgan EMBI Global Diversified、J.P. Morgan EMBI Global Diversified(円ヘッジベース)、J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、J.P. Morgan EMBI+(円ヘッジベース)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。

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)、FTSE日本国債インデックス、FTSE米国国債インデックスのデータは、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 US High Yield Index、ICE BofAML US Emerging Markets External Sovereign Index、ICE BofAML US High Yield Index(円ヘッジベース)、ICE BofAML US Corporate Index、ICE BofAML US Treasury 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。

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<sup>®</sup>)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。

Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。

VIX指数は、シカゴ・オプション取引所が所有する登録商標です。

ラッセル・インデックスに関連するトレードマーク、サービスマークおよび著作権は、Frank Russell Company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

## 三菱UFJ国際投信株式会社

お客様専用      0120-151034  
フリーダイヤル      (受付時間/営業日の9:00~17:00)

●ホームページアドレス: <https://www.am.mufg.jp/>