

内外経済の見通し (2022年3月)

2022年3月4日
三菱UFJ銀行 経営企画部 経済調査室

目次

Executive Summary	.....	3
1. 経済見通しの概要	.....	4
2. 内外経済見通し（3月）		
(1) 日本経済	.....	19
(2) 米国経済	.....	23
(3) 欧州経済	.....	28
(4) アジア・豪州経済	.....	33
(5) 中南米経済	.....	41
(6) 原油価格	.....	43
APPENDIX	.....	48

Executive Summary

- 実質的にコロナ禍3年目となる2022年の世界経済は、ワクチンや治療薬の進展を背景に先進国を中心として経済活動の段階的の正常化が進められると予想される一方、コロナ禍前からの気候変動対応、経済安全保障対応等に伴う環境変化に加えコロナ禍下で依然解消し切れない経済活動の歪み(企業・家計の感染への警戒、感染者の隔離・ケア等)がもたらすサプライチェーン混乱や供給制約等の課題が残り、更にそれらが惹起したインフレ圧力とそれを抑制するための各国金融当局の金融政策正常化(金融引き締め方向)への転換が焦点となると想定されていたところである。
- こうした中、足元新たに巨大な不透明感を世界経済にもたらしたのがウクライナ情勢である。2022年2月、ロシアはウクライナへ軍事侵攻を開始し、これに対し米欧日等西側主要国が、「ロシア中銀の外貨準備凍結」「国際決済ネットワークである国際銀行間通信協会(SWIFT)からのロシアの銀行排除」を含む厳しい対口経済制裁措置を次々に打つという、事前の一般的な想定を大きく上回る厳しいシナリオが現実のものとなっている。現在あるいは今後予想される追加措置やロシアの対抗措置も鑑みると、資源大国であるロシアと世界経済が、少なくとも一時的には部分的に切り離される事態になり得るもので、①金融制裁に伴う貿易・金融資本取引の混乱、②エネルギー資源を始めとするロシア産天然資源の世界市場へのアクセス制限、③陸海空の輸送ルート混乱、④それらに伴う新たなサプライチェーン上の問題等が、既に課題となっている世界的なインフレ圧力の更なる上昇やその他重大な混乱を惹起する可能性がある。無論、経済問題以前として、核保有国であるロシアがNATO加盟国と直接国境を接するウクライナに侵攻するという、安全保障上極めて憂慮される事態が進行していることにも注意が必要である。
- 今回のウクライナ危機は、世界史的にも極めて重大な出来事になると考えられるが、各国による対口経済制裁の具体的内容も含め今後の展開や経済影響について現時点で見通すのは困難である。したがって、今回の四半期世界経済見通しは軍事侵攻前の経済見通しに現時点で入手可能な情報を加味した暫定的なものである(ウクライナ情勢の帰趨や経済制裁措置の全容・影響が合理的に見極められるには相応の時間を要すると考えられる)。なお、現時点の見通しにおける前提は以下の通り。
①「ウクライナでの緊張状態の継続(何らかの早期停戦成立の場合を含む)」、②「西側諸国の経済制裁は継続するもエネルギー取引規制には至らない」、③「コロナ禍は継続するも経済活動制限は主要国中心に緩和され、景気影響は減じていく」。

【各国・地域見通し】

- **米国**: コロナ禍の影響が後退するなか、経済活動の正常化は進む。ウクライナ情勢や対口経済制裁はインフレ圧力を悪化させるものの、消費や投資(設備投資・在庫投資)中心の景気回復は腰折れせず、FRBの金融引き締めも早いペースで進む。
- **ユーロ圏**: コロナ禍影響は後退する一方、ウクライナ情勢悪化やそれに伴うエネルギー価格の高止まりが景気の重しに。回復は途切れないものの、従来想定比では低めの伸びに。
- **日本**: オミクロン株の下押し影響は4-6月期以降後退し、緩やかな回復基調に復帰。地政学リスクと資源高が景気の重しに。
- **中国**: ゼロコロナ政策継続と不動産市況低迷等が景気の重しに。政府の景気安定化策が下支えとなるも、力強さは欠く展開に。
- **その他新興国**: 医療水準等の問題から、コロナ禍影響は当面景気の下押し要因。地域別には、電機関連輸出が好調なNIEs、コロナ禍が落ち着けば内需拡大が見込まれるASEAN、高インフレと米国金利上昇に伴う利上げが重しとなる中南米など区々。

1. 経済見通しの概要 (1) 概要

- コロナ禍3年目の2022年は、前年末からの新たな変異株の感染拡大の中始まったものの、ワクチンの更なる普及や治療薬の進展等の医療的進歩に加え、先進国中心に「ウイズコロナ」を目指す経済正常化の動きが相俟って景気回復基調が続くとみられる一方、コロナ禍起点のサプライチェーン混乱等による供給制約やエネルギー価格上昇がもたらすインフレ圧力に対し、各国金融政策当局が金融政策正常化に乗り出すその手腕が焦点となっていたところである。
- 掛かる中、足元勃発したウクライナ危機は、西側諸国が発動した厳しい対ロシア経済制裁の影響とともに新たな不確実性を世界経済に投げ掛ける形となっている。現時点で今次危機の帰趨は不透明だが、対ロシアエネルギー取引制限にまで至らなければ、世界経済の腰折れは回避され、コロナ禍からの経済正常化が進むなかで、2022年は世界全体で前年比+4%程度の成長率となろう。

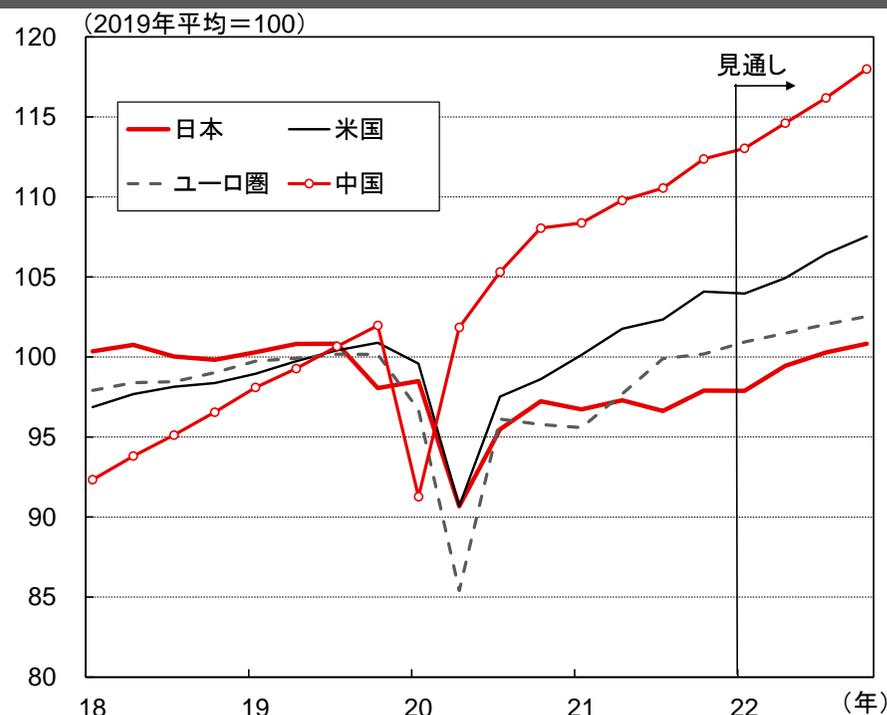
前提

- ✓ **ウクライナ情勢**: ロシアとウクライナの政治的・軍事的な緊張状態の継続(何らかの早期停戦成立の場合を含む)
- ✓ **西側諸国の経済制裁**: 金融制裁を含む厳しい対ロシア経済制裁措置が継続。但し、全面的なエネルギー取引規制は慎重に回避される
- ✓ **コロナ禍展開**: ワクチン・治療薬の進展を受けコロナ禍は総じて改善。経済活動制限は主要国中心に緩和され、景気影響は減じていく

世界経済見通し総括表(主要国・地域抜粋)

■実質GDP成長率(%)	当室見通し(3月)			当室見通し(12月)	
	2020	2021	2022	2021	2022
世界	▲ 3.1	5.9	4.0	5.7	4.5
米国	▲ 3.4	5.7	3.6	5.5	4.2
ユーロ圏	▲ 6.4	5.2	3.5	5.0	3.7
英国	▲ 9.4	7.5	3.9	6.9	4.5
日本(年度)	▲ 4.5	2.5	3.1	2.8	3.6
日本(暦年)	▲ 4.5	1.7	2.5	1.8	3.6
アジア(11カ国)	▲ 0.8	7.0	5.4	6.9	5.5
中国	2.3	8.1	4.7	7.9	5.3
ASEAN(5カ国)	▲ 3.4	3.3	5.6	3.2	5.5
インドネシア	▲ 2.1	3.7	5.2	3.7	5.2
タイ	▲ 6.1	1.6	3.8	1.0	3.8
マレーシア	▲ 5.6	3.1	6.3	3.5	6.3
フィリピン	▲ 9.6	5.6	6.8	4.9	6.5
ベトナム	2.9	2.6	7.6	2.4	7.0

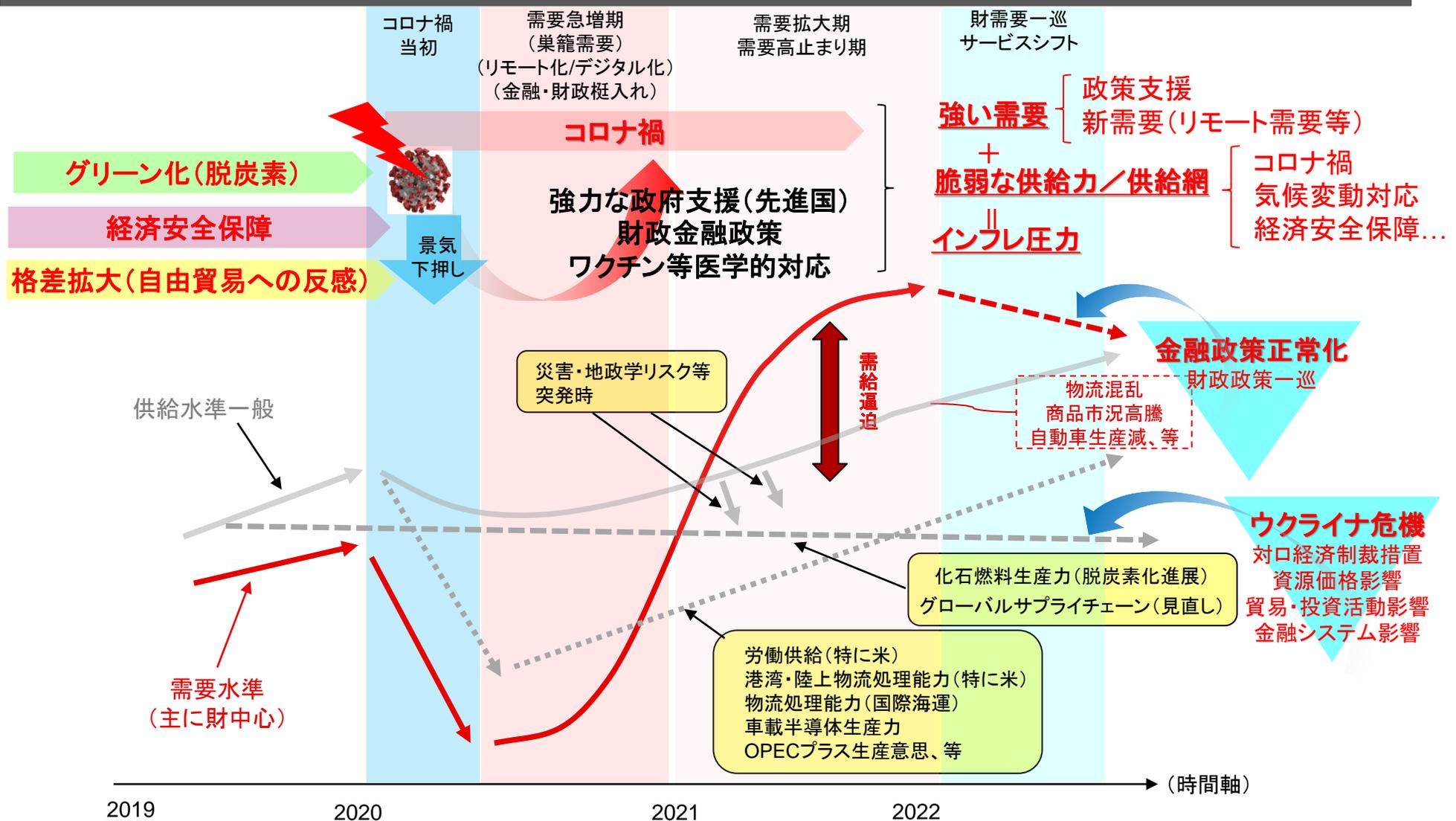
主要国・地域の実質GDPの推移



1. 経済見通しの概要 (2) 足元世界経済認識

- 世界経済は、徐々に構造変化が進行するなかコロナ禍が直撃。強力な政府サポートと医療進歩(ワクチン等)も受けた需要回復局面では供給制約とインフレ圧力が顕在化、各国金融政策は正常化へ。足元ウクライナ危機影響はインフレ圧力を更に高める方向に作用しようが、現時点ではコロナ禍からの景気回復を腰折れさせないと想定(但し、同危機の経済影響は今後要注視)。

コロナ禍をきっかけとした供給制約・需給逼迫のイメージ



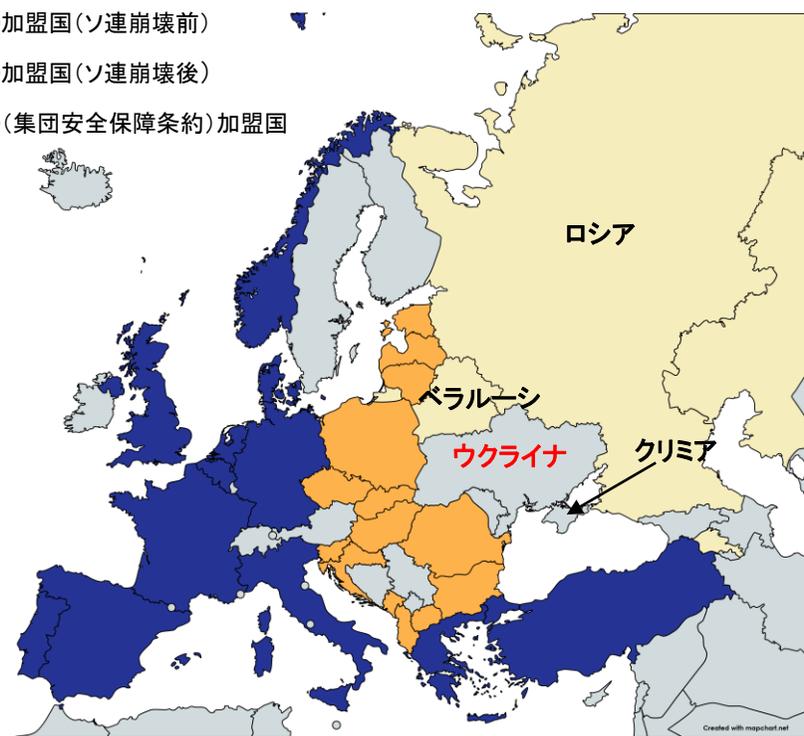
5 (注)イメージ図であり、個別分野により事情は異なる。
(資料)各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成

1. 経済見通しの概要 (3) ウクライナ情勢 ①経緯と足元の状況

- 2014年2月のウクライナの親口派政権の崩壊・ロシアによるクリミア併合の後、両国の対立が激化。ウクライナ東部の親口派武装勢力が独立を求め同国政府と衝突。独仏も交えて停戦合意(ミンスク合意)締結も違反が常態化。2019年にウクライナで誕生したゼレンスキー政権の親欧米路線(含むNATO加盟・クリミア返還推進の示唆等)もロシア・プーチン政権の不満・不安を惹起。
- 2月21日、ロシアはウクライナ東部地域を国家承認し、「特別な軍事作戦」を宣言、24日にはウクライナに本格的な軍事侵攻を開始。国際的対立の解決のため直接的な武力行使に訴えた点において、西側諸国の衝撃・反発は大きく、金融制裁を含む前例のない厳しい対口経済制裁措置を連続的に発出。
- ロシア側の目指す着地点は明確ではないが、事態收拾には大きなハードルが存在。ロシアとウクライナ・西側諸国の主張の隔たりは大きく、事態收拾の方向性は未だ見えず。国際的非難、経済制裁継続及びそのロシア経済・ロシア国内世論への影響、軍事行動負担等勘案すると、「時間」はロシアに不利に作用するとみられる。当面は停戦交渉の行方、ウクライナ側の抵抗力等が焦点に。

NATO加盟国とCSTO加盟国

- NATO加盟国(ソ連崩壊前)
- NATO加盟国(ソ連崩壊後)
- CSTO(集団安全保障条約)加盟国



今後のシナリオ

- **ロシア側**の真の意図は不明であるが、軍事侵攻を開始した以上、何らかの「成果」(ウクライナ非武装化等)なく撤退することは政治的に困難と考えられる。
- **ウクライナ・西側諸国**も、ロシア側の即時無条件撤退(東部二地域の独立承認撤回を含む)なければ、停戦/制裁措置の緩和・撤回は政治的に困難(但し、経済影響の見極めは必要)。

双方譲歩が
難しい状況

何らかの停戦合意に至るものの紛争は続く領域

		軍事的帰趨	
		戦争・戦闘の長期化	何らかの形での停戦
経済制裁措置の帰趨	長期化	<ul style="list-style-type: none"> ➢ ウクライナ側の抵抗(正規戦/ゲリラ戦等) ➢ 人的・経済的被害大 ➢ ロシア国内の不満増大(経済制裁、戦争負担影響) 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ ロシアにも早期停戦の動機あり(但し、何らかの政治的「成果」が必要) ➢ 原状復帰でない限り西側諸国の経済制裁措置は継続
	早期解除	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 戦闘行為が続いている間は経済制裁措置が緩和・解除される可能性は低い 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ ロシア側の軍事的譲歩による経済制裁解除(但し、その場合プーチン政権の求心力に打撃)

1. 経済見通しの概要 (3)ウクライナ情勢 ②主要国の対ロシア経済制裁

- ロシアのウクライナ侵攻を受けて、西側主要国は史上例がない厳しさと規模での対ロ経済制裁を次々と発動。
- 対ロ経済制裁は大きく分けて、①金融関連制裁(中央銀行を含むロシアの金融機関の国際決済システムからの排除、資産凍結、SWIFTからのロシアの銀行の締め出し等)、②通商関連制裁(ハイテク製品輸出規制)、③その他。最大の経済制裁となる「ロシアとのエネルギー取引の規制」は、金融制裁を通じた間接的なものは実現済だが、直接的なものは未発動。
- 経済制裁メニューは詳細未決定な部分あり、また事態の進展とともに拡大する可能性があるが、現時点でのメニューを前提としてもロシア経済には甚大な影響が想定される。西側諸国にはエネルギー価格高騰、対ロエクスポージャーの毀損、サプライチェーンの更なる混乱(注1)、サイバーリスク増大等考えられるが、エネルギー取引規制→欧州でのエネルギー不足といった事態にエスカレートしない限りは、現時点ではコロナ禍からの回復局面を決定的に腰折れさせるところまでは想定せず。

(注1)現代のサプライチェーンは複雑に入り組んでおり、小さなトラブルがグローバルに巨大な影響に繋がるのはコロナ禍でも頻発。今回も事前の予想は難しい。

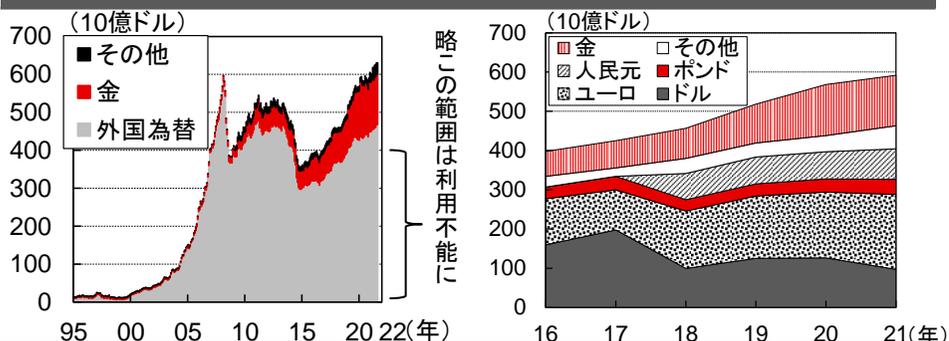
西側主要国による対ロシア経済制裁

		米国	EU	英国	日本
	全体	■ ロシアの一部銀行をSWIFTから排除/ロシア中銀が各国に保有する外貨準備の利用制限			
金融	金融システムからの遮断/金融機関への制裁/資金調達の禁止等	<ul style="list-style-type: none"> ■ ズベルバンク:米国金融システムへのアクセス遮断 ■ VTBなど主要行:米国との取引停止、資産凍結 ■ 3/1以降に発行されたロシア国債の流通市場への参加禁止(従来は発行市場のみ参加禁止) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ VEBなど主要行の資産凍結 ■ ロシア国有企業のEU証券市場における上場や金融サービスの提供禁止 ■ EUの投資家によるロシア国債の取引を禁止 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ロシアの全金融機関の英国内資産凍結 ■ ロシア企業による英国での債権発行阻止。ロシアの英国市場でのソブリン債発行禁止 	<ul style="list-style-type: none"> ■ バンクロシアなど3行の資産凍結 ■ 日本国内でのロシア新規ソブリン債発行・流通停止
	個人・企業	<ul style="list-style-type: none"> ■ プーチン大統領、政府高官、企業幹部:米国内資産凍結 ■ ガスプロム等主要企業による米国での資金調達禁止 	<ul style="list-style-type: none"> ■ プーチン大統領とラブロフ外相含む654名52団体のEU域内での資産凍結など 	<ul style="list-style-type: none"> ■ プーチン大統領とラブロフ外相含む100以上の個人団体の英国内での資産凍結など 	<ul style="list-style-type: none"> ■ プーチン大統領を含む政府関係者に対する資産凍結 ■ 親ロシア派2地域の関係者に対する資産凍結
通商		<ul style="list-style-type: none"> ■ ハイテク製品(半導体、通信部品、センサー、航空機部品等)の輸出規制 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 石油精製に関連する商品や技術の販売・供給・移転・輸出を禁止 ■ 航空・宇宙産業関連の商品と技術の輸出を禁止 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 高性能かつ重要な技術装置や部品の輸出禁止(電子機器、通信、航空など) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 親ロシア派2地域との輸出入禁止 ■ ロシアの軍事関連団体への国際輸出管理レジーム対象品目、半導体など汎用品の輸出停止
その他(個人・企業への非金融制裁)		<ul style="list-style-type: none"> ■ ロシア富裕層に対する米国市民権販売の停止 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 外交官や政府関係者、ビジネス関係者へのビザ発給に制限 		

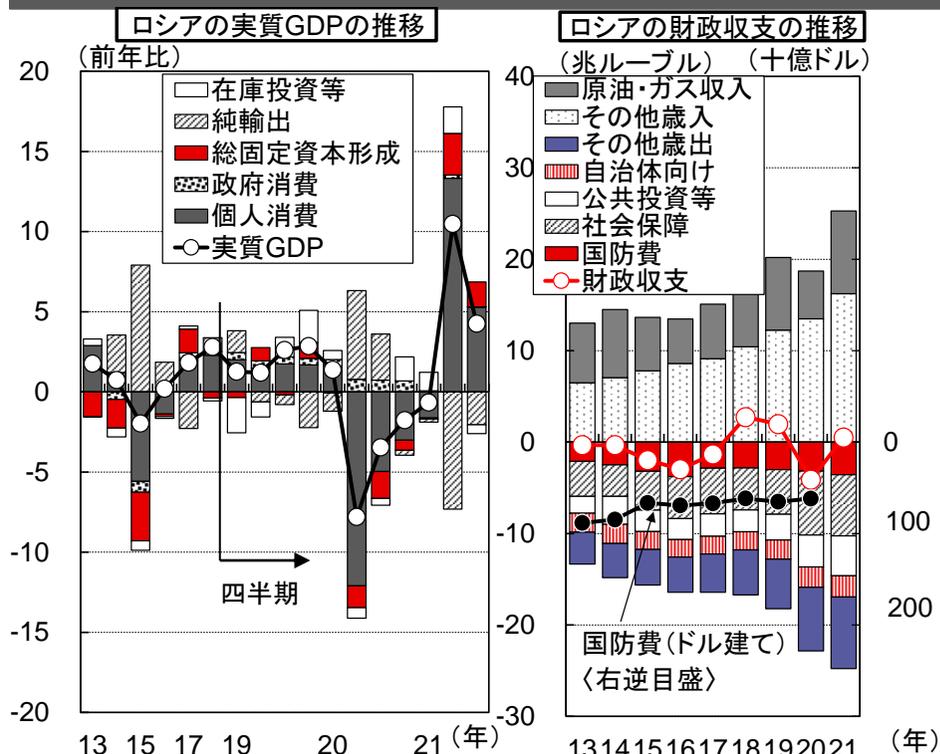
1. 経済見通しの概要 (3)ウクライナ情勢 ③ロシア経済へのインパクト (a)金融面

- ロシアの銀行の国際的な金融システムからの排除、ロシア中央銀行の外貨準備への制裁は、ロシアの金融システムを極めて脆弱にするとともに、為替介入の制限からルーブル暴落→金利上昇・インフレ率上昇を通じて実体経済にも極めて深刻な影響。
- 金融システムからの排除に伴う貿易量の落ち込み、外国資本の対ロ投資引き上げの動きも経済的には大きな打撃。
- ロシア国債の取引制限は、ロシア政府の資金調達能力を制限する一方で、ロシア財政は新興国の中では比較的健全であり、エネルギー価格上昇もロシア政府の歳入にとってはプラス(エネルギー価格上昇は取引量減少をある程度相殺する可能性)。
- 経済制裁がもたらす経済の下押し圧力に加え、戦争が長期化する場合の人的・経済的コストにも留意が必要。

ロシアの外貨準備推移とその内訳



ロシアの実質GDPと財政収支の推移

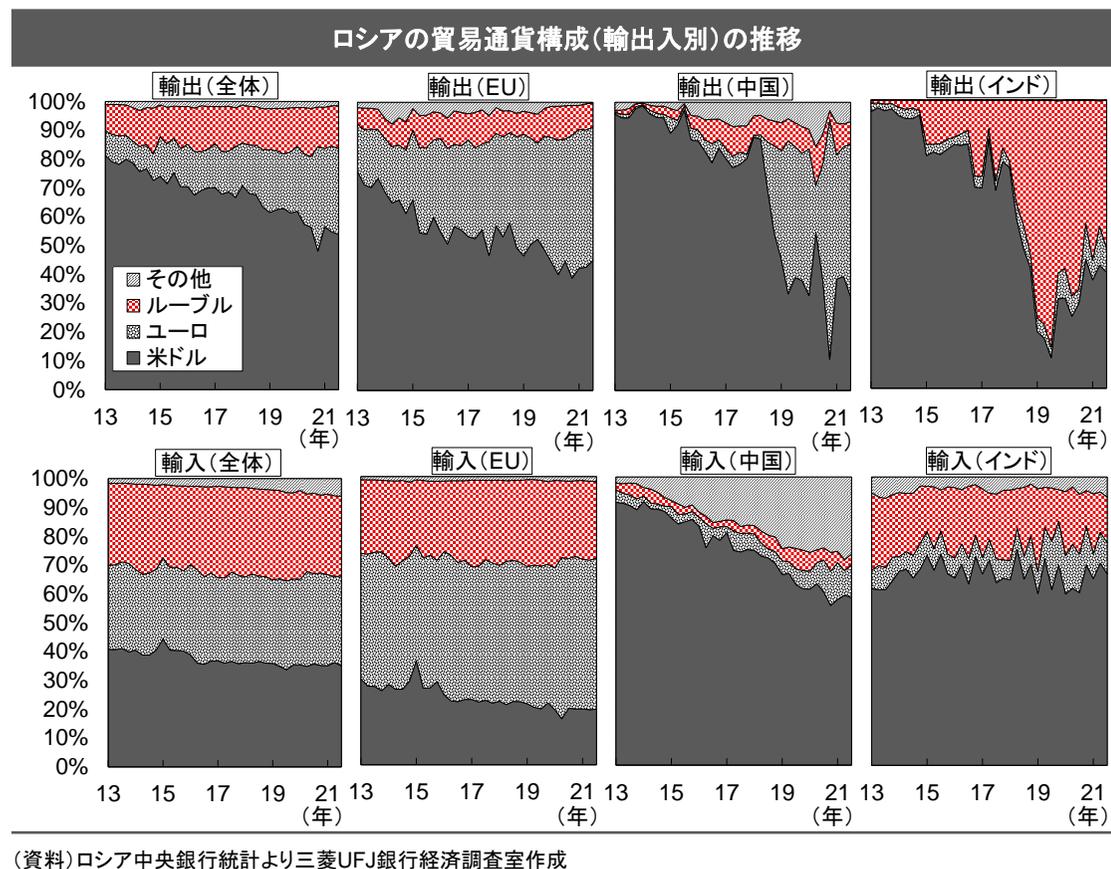
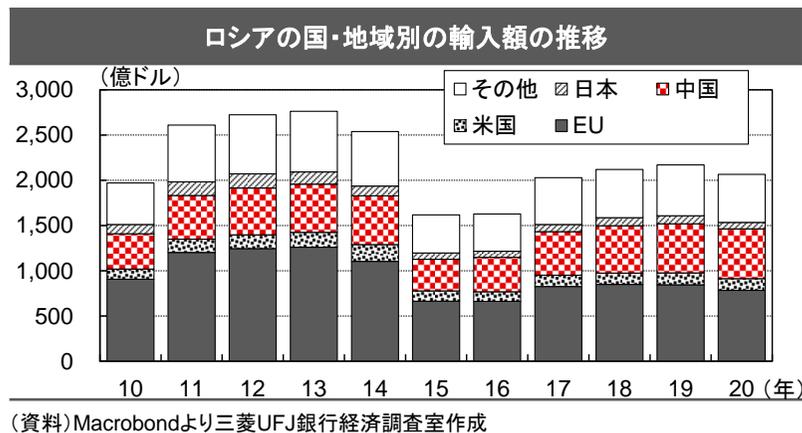
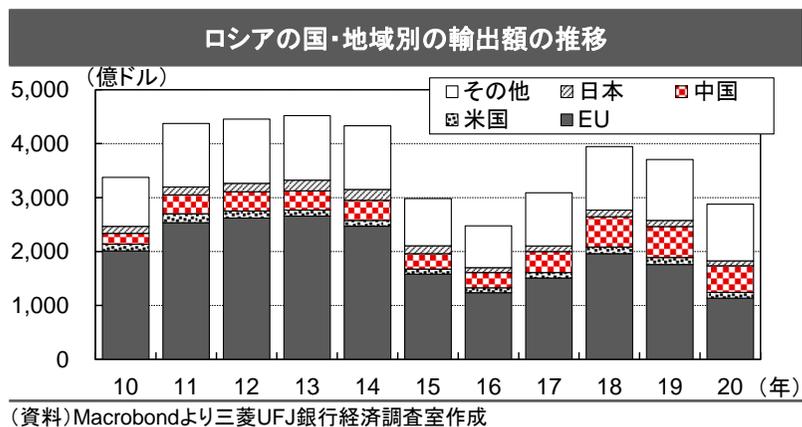


ドルルーブルの推移とロシアのインフレ率、政策金利推移



1. 経済見通しの概要 (3)ウクライナ情勢 ③ロシア経済へのインパクト (b)貿易面

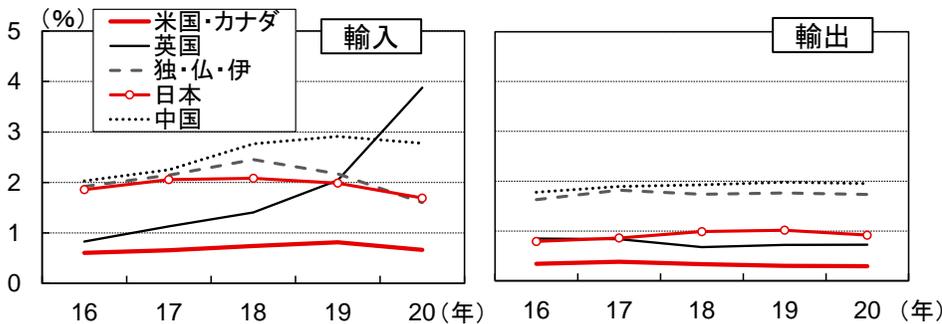
- ロシアの取引相手国・地域別貿易額をみると、輸出入双方にてEU向けが半分程度を占める。
- 貿易の決済通貨をみると、ここ数年はUSドルからそれ以外の通貨にシェアを移す動きが見られるが、その中心はユーロ。今回については、EUも経済制裁主体であり、ユーロについても取引制限が掛かるとみられることから、決済通貨面でロシアの対外貿易が大きな影響を受けるのは必至とみられる。
- 中国やインドといった他の新興国との取引では、決済通貨としてルーブルや相手国通貨のシェアも多くなっているとみられるが、全体に対するウェイトは限られるとみられる。



1. 経済見通しの概要 (3)ウクライナ情勢 ④世界経済へのインパクト (a)貿易、エネルギー価格

- ウクライナ危機及びそれに伴う西側諸国の対ロシア経済制裁の世界経済への影響については、①対ロシア貿易・資本取引の制限に伴う経済活動量低下(特に対ロシア貿易の落ち込み)、②ロシアの資源輸出落ち込みに伴う世界的資源高(特にエネルギー価格)及びそのインフレ圧力、③対ロシアエクスポージャー毀損(金融、エネルギー企業等)、④その他サプライチェーン混乱(特定物資等供給途絶、航空・海運輸送経路の大幅変更、サイバーリスク等)、等が考えられる。他方、防衛産業等にはプラスの面も。
- 主要国の対ロシア貿易の貿易全体に対するウェイトをみると、欧州ですら比較的限定的(対ロシア輸出額の名目GDP比率は1%以下の国が多い)。二次、三次の副次的影響を見通すのは困難だが、対ロシア貿易が落ち込むことの打撃は限定的とみられる。
- 他方、ロシア産原油・天然ガスの供給が制限されることに伴うエネルギー価格のインパクトには留意。現時点で価格推移を見通すのは困難だが、年末まで1バレル150ドルの原油価格が続くと仮定した場合、米国では約+1.3%ポイント、ユーロ圏では+0.8%ポイント、消費者物価の伸びを押し上げると推定される。仮に欧州で総需要抑制策にまで行くと景気への影響は甚大。

主要国の貿易額に占めるロシアの割合の推移



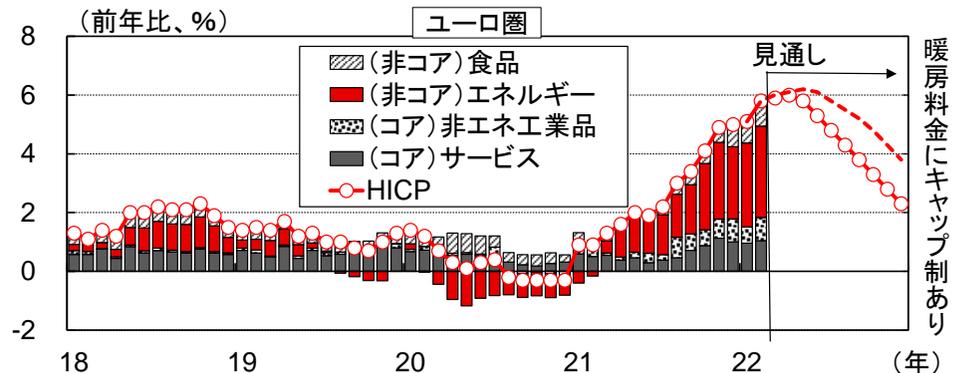
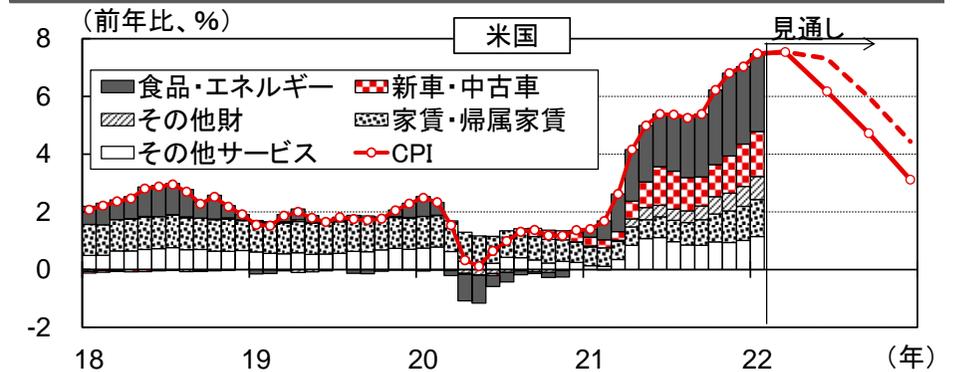
(資料)UNCTADより三菱UFJ銀行経済調査室作成

ロシアの生産量が世界生産量の中で上位を占める品目

	世界生産量(2019年)	第1位	第2位	第3位
原油	日量9,496万バレル	米国 (18.0%)	サウジアラビア (12.5%)	ロシア (12.3%)
天然ガス	3兆9,762億立方メートル	米国 (23.4%)	ロシア (17.1%)	イラン (6.1%)
小麦	7億6,577万トン	中国 (17.4%)	インド (13.5%)	ロシア (9.7%)
パラジウム	227トン	ロシア (43.2%)	南アフリカ (35.6%)	カナダ (8.8%)

10(資料)BP、FAO、USGS(米地質調査所)より三菱UFJ銀行経済調査室作成

米国、ユーロ圏の消費者物価上昇率と原油価格予想



(注)マーカー線は原油価格が当室見通しに沿った場合、破線は1バレル150ドルを仮定。

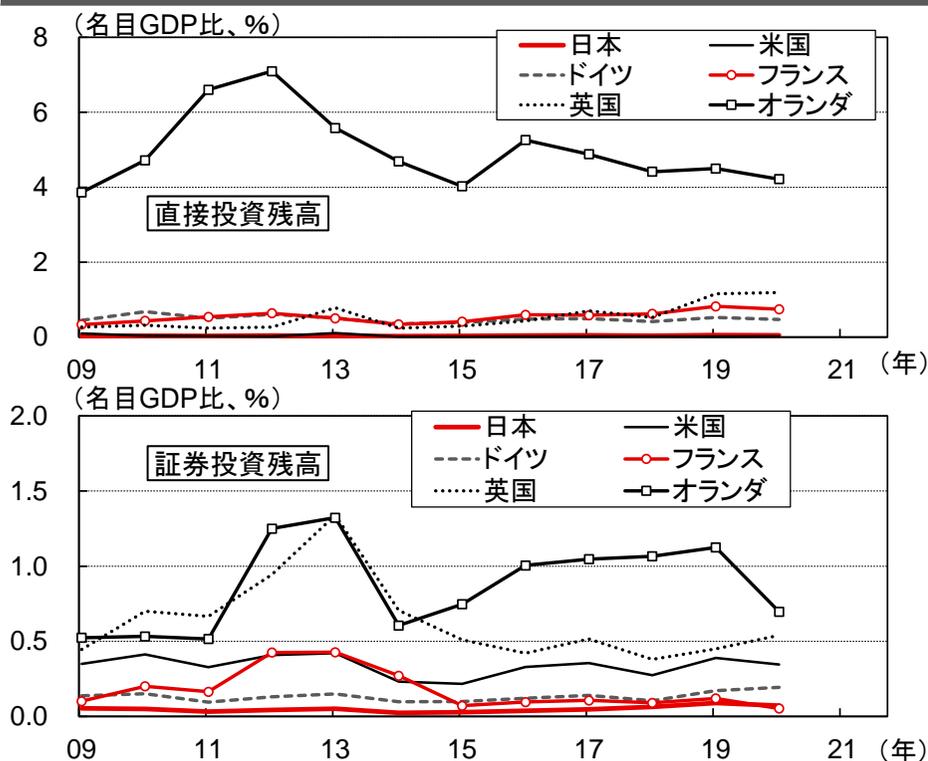
(資料)米国労働省、欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

※欧州では消費者段階の電気料金・暖房料金にキャップ制あり

1. 経済見通しの概要 (3)ウクライナ情勢 ④世界経済へのインパクト (b)資本取引面

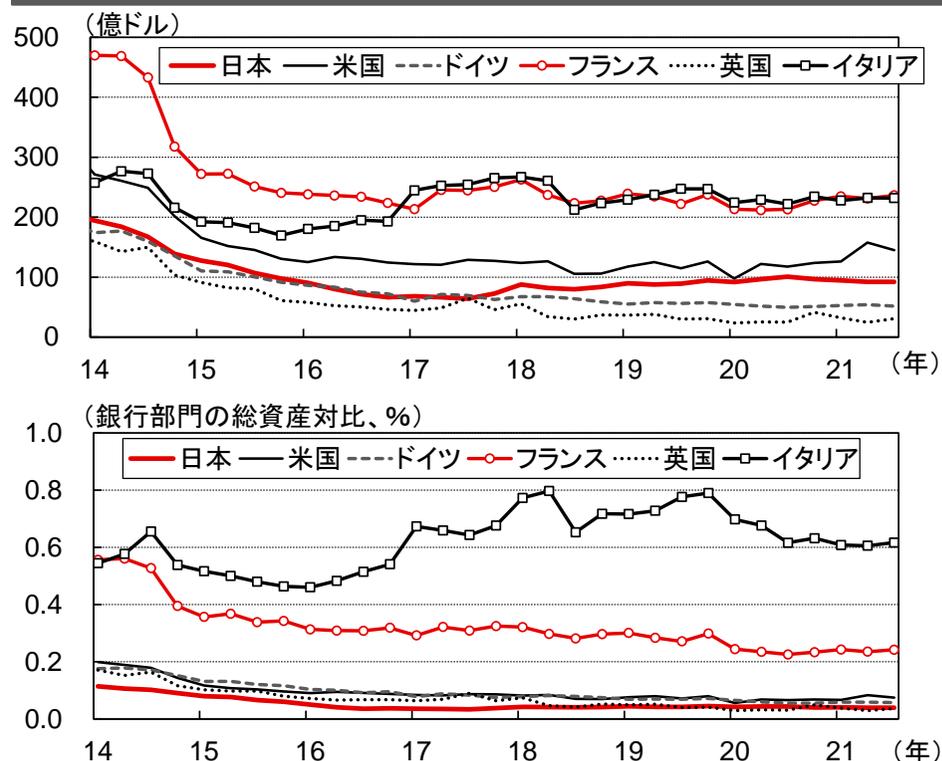
- 先進各国のロシア向け直接投資残高を各国の名目GDP比で見ると、オランダのように巨大エネルギー企業を擁するために大きい国もあるものの、主要国では1%内外。大きなインパクトを被る企業も出るとみられるものの、総体的には影響は限定的と考えられる。また、ロシア向け証券投資残高(ポートフォリオ投資残高)についても、各国の名目GDP比では1%以下と相対的に小規模。
- 先進各国の銀行部門のロシア向けエクスポージャーの総資産比率を総じて1%以下。信用リスクという点では損失は吸収可能と考えられる。

主要先進国のロシア向け直接投資残高と証券投資残高



(資料)IMF統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

主要先進国のロシア向け銀行債権残高及び各国銀行部門総資産比

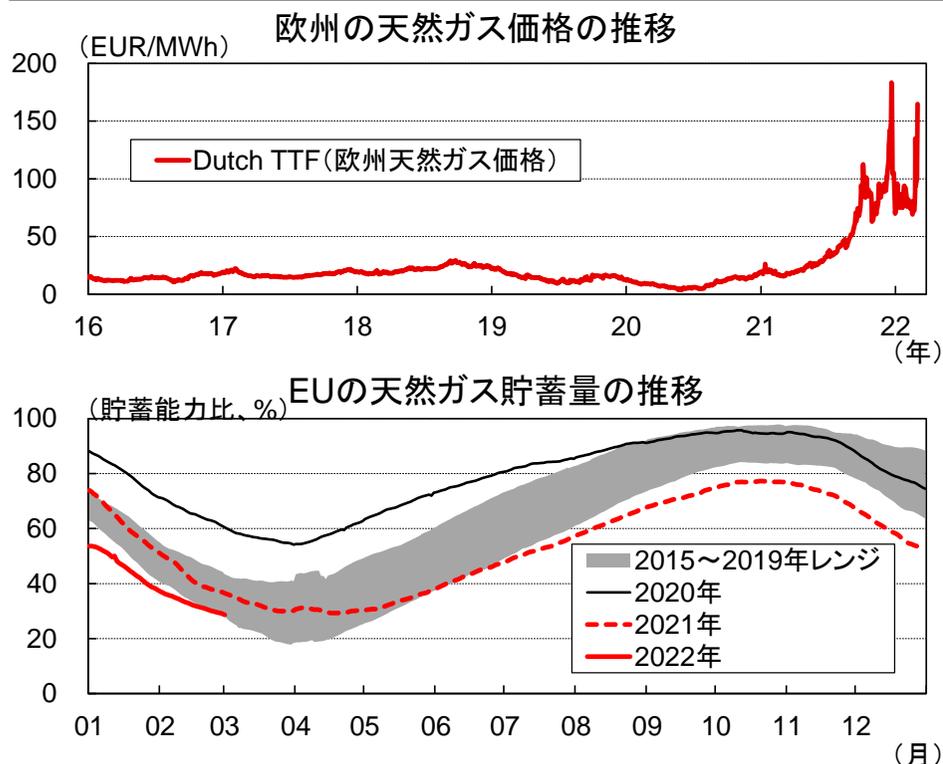


(資料)BIS統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

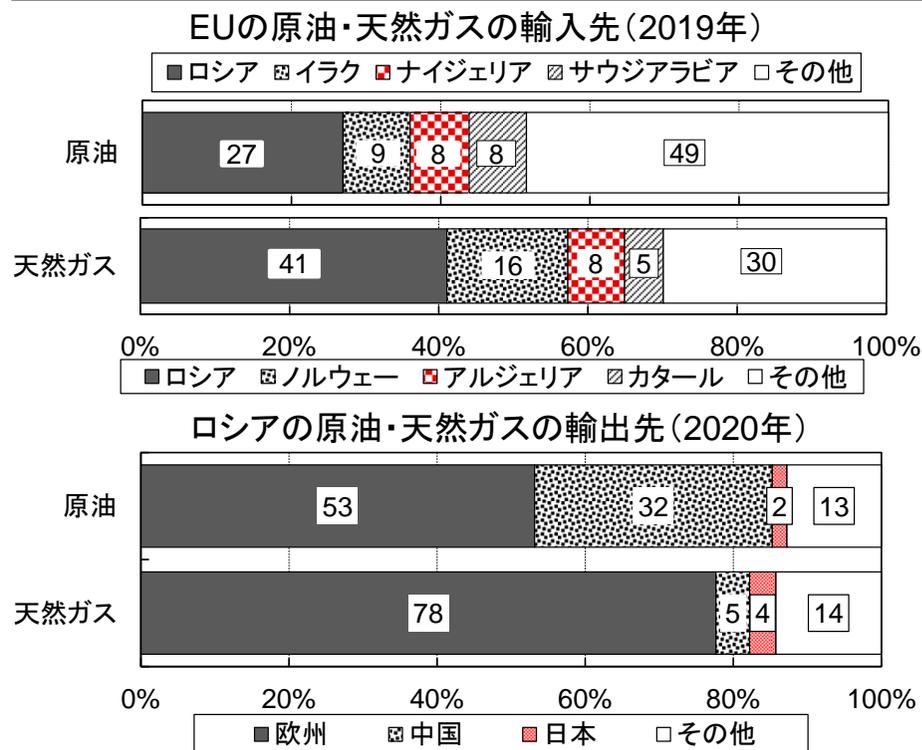
1. 経済見通しの概要 (3)ウクライナ情勢 ④世界経済へのインパクト (c)欧州エネルギー事情

- 欧州経済は原油・天然ガスなどのロシア依存が大きいことからエネルギーの安定調達に不安視されている。EUの天然ガス貯蓄量も例年の水準を下回った推移が続いていることも懸念を増長し、足元の欧州の天然ガス価格は昨年以来の水準にまで上昇。エネルギー価格上昇が家計・企業活動へ波及し、消費・生産を一時的に減速させる見込み。
- 他方、足元までのEUの制裁措置をみると、一部の銀行への制裁は見送っており(SWIFTからの締め出しも同様)、エネルギー調達に全面的な支障が生じることは避けたとみられる。また、ロシア側にとっても、対抗措置として原油・天然ガス等の禁輸措置を取ることは収入減を招くことになるため経済合理性がない。
- 先行きエネルギー取引の大幅な制限といった事態に至るシナリオも否定できないものの、その可能性は低いと考えられる。短期的には、ウクライナを走る天然ガスパイプラインの破壊やその他の偶発的供給障害等のリスクには注意する必要がある。中長期的には、欧州のエネルギー政策の変化(調達多様化、脱炭素化とのバランス等)にも留意。

欧州天然ガス価格とEU天然ガス貯蓄量の推移



EUのエネルギーの輸入先とロシアのエネルギー輸出先



(資料) 欧州連合統計局、ICE統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

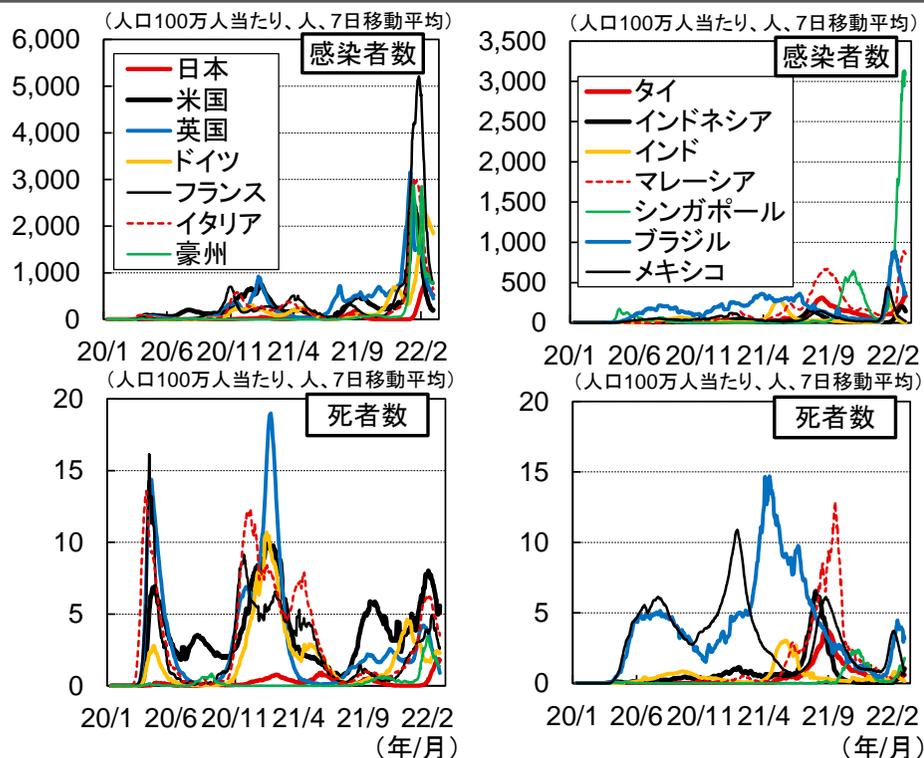
(注) 上図は欧州連合統計局レポート“From where do we import energy?”より引用

(資料) 欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

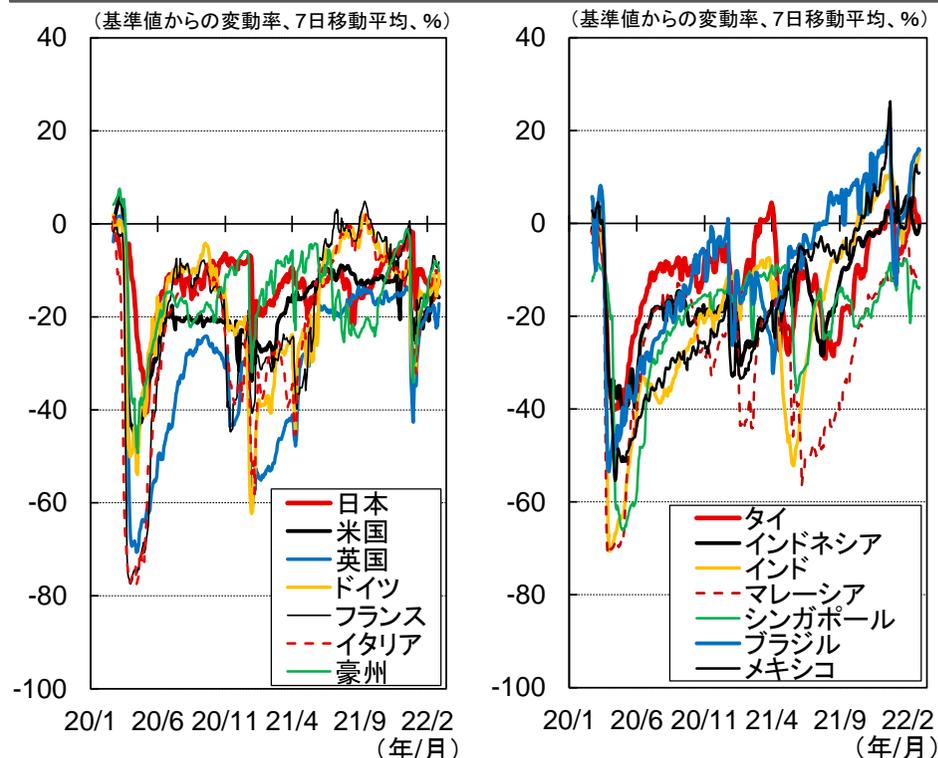
1. 経済見通しの概要 (4) 供給制約 ① コロナ禍の状況

- コロナ禍は既述の通り改善方向にあるとみられるが、変異株のリスク等もあり、引き続き景気にはマイナス要因。特に、感染警戒や陽性者の隔離・欠勤等を通じて労働供給制約がより広範な財サービスの供給制約に繋がるという側面は残存。
- 感染力が強いとされるオミクロン株では、主要先進国で過去ピークを遥かに超える感染の波に直面。但し、オミクロン株の流入時期が早かった国では既にピークアウト。死者数はワクチン効果もあって死者数は過去ピーク比総じて低位。主要新興国の感染状況は国によって区々だが、感染者数は先進国比で低位、死者数も過去ピーク時に比べ落ち着いている。
- 主要先進国の人出の推移は依然低調だが、第1波時や2020年末～2021年初(ワクチン普及前)に比して小幅な落ち込みに止まっている。したがって、オミクロン株蔓延により一時的に景気回復が減速することはあっても景気腰折れ等の重大なインパクトは想定せず。主要新興国は人出の落ち込みが昨年比で限定的であり、主要先進国と同様に景気の腰折れは想定せず。

主要先進国・新興国の日次新規感染者数・死者数の推移



主要先進国・新興国の人出の推移



(資料)世界保健機関統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(注)1.基準値は2020年1月3日～同年2月6日までのデータより算出。

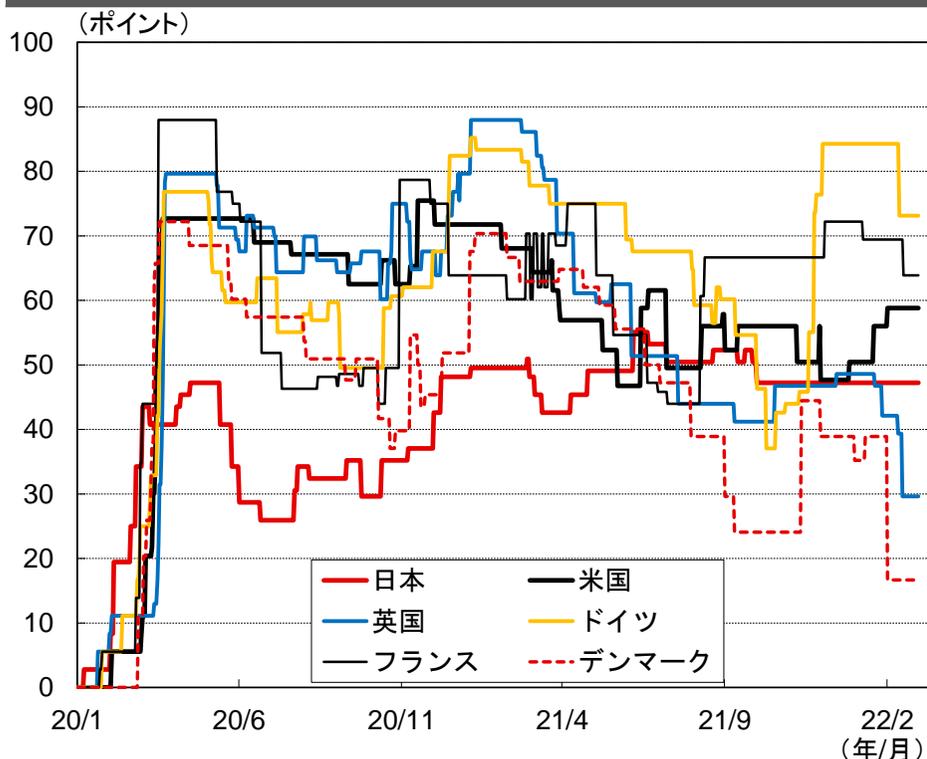
2. Google社の小売・娯楽施設・食料品・薬局・公共交通機関・職場への人出の中央値を使用。

(資料)Google社資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

1. 経済見通しの概要 (4) 供給制約 ②「エンデミック」への移行

- 2020年から2021年前半までは、「感染者急増→重症者・死者数急増→医療資源逼迫・医療崩壊」を防ぐべく度々経済活動を抑制。これに対し、2021年半ば以降は、ワクチン普及等による重症化率低下を背景に、大規模な経済封鎖は原則回避の方向。
- 欧州では行動制限を緩和し、コロナ禍を「エンデミック」と看做す方向で模索する国があり、先々は「インフルエンザと同様の扱いに」という趣旨の発言をする政府要人も。先行するデンマークでは、ワクチンの普及(3回目接種)に伴い社会全般として高い免疫を獲得したとして、新型コロナウイルス感染症を「社会的に重大な病気ではない」と位置付け、規制をほぼ撤廃。
- 医療体制のほか、社会が許容し得る死者数、マスク着用への抵抗感等、社会的・文化的な背景には各国差があり、インフルエンザより警戒される状態が続く国も(中国のゼロコロナ政策、日本における感染拡大への警戒感など)。変異株動向にも引き続き要留意。但し、世界全体で見れば2022年中に行動制限が緩和されエンデミックへ移行していく方向性と想定する。
- 社会的な行動制限は緩和されても、欠勤・隔離等に伴う労働供給制約圧力は波を伴いつつ残る可能性が高い。

主要先進国の行動制限指数の推移



(資料) 英オックスフォード大が運営するサイト「Our World in Data」より三菱UFJ銀行経済調査室作成

主要先進国での行動制限緩和の動き

	主な行動制限緩和の動き	要人の発言等
米国	・NY州では屋内のマスク着用義務、ワクチン接種証明の提示義務を廃止	・ 米国で本格的なパンデミックの段階はほぼ終わった (2月9日、ファウチNIAID所長)
英国	・2月24日以降、新型コロナウイルスに関連した法的規制は全面解除	・ インフルエンザと同様に新型コロナウイルスと付き合っていく生き方を学ぶ必要あり (1月19日、ジャビド保健相)
デンマーク	・飲食店や屋内施設を利用時の「コロナパス」提示義務、検査で陽性判明時の自主隔離義務の撤廃	・ 新型コロナウイルスを社会的に重要な疾患とは看做さず 。行動制限は真に必要な場合のみ(1月31日、ホイニケ保健相)
豪州	・一部の国を除き、原則禁止としてきた外国人の入国制限を廃止	・所定回数 of ワクチン接種が入国条件だが、人々が豪州へ再び戻ってくることを楽しみにしている(2月10日、モリソン首相)
日本	・3,500人程度に設定している入国者数の一日の上限を5,000人程度まで引き上げ(3月から)	・新型コロナウイルス感染症対策分科会にて、感染拡大防止と社会活動の両立に向けた出口戦略を議論予定

(資料) 各国政府HP、各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成

1. 経済見通しの概要 (4) 供給制約 ③欧米企業部門の供給制約

- 米国・ユーロ圏の景況感指数データによると、供給制約に係る指数が低下傾向に転じており、製造業・サービス業共に供給制約が最悪期を脱していることを示唆。背景の一つには物流の需給緩和があるとみられ、貨物運賃はピークアウトないしは伸びが鈍化。
- 但し、足元のウクライナ危機及びそれに伴う対ロ経済制裁措置が今後どのような形で経済影響、とりわけ供給面での影響をもたらすかには注意を要する。現代のグローバル・サプライチェーンは極めて複雑であり、コロナ禍でもロックダウンや欠勤者・退職者の増加、更には品不足を見越した過剰発注等が思わぬ形で供給制約を増幅させた例が指摘されている。ロシアは資源大国であるため、経済制裁に伴うロシア産原材料の途絶、それを想定した需要家の在庫確保のための買い急ぎ、輸送ルートの変更等がコロナ禍下の供給制約から改善しつつあったサプライチェーンに予期せぬ新たな追加的負荷をもたらす可能性はあろう。

米国・ユーロ圏の景況感指数の推移



(資料) 米国サプライマネジメント協会、IHS Markit統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

船舶貨物運賃・航空貨物運賃の推移



(資料) バルチック海運取引所、米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

1. 経済見通しの概要 (4) 供給制約 ④半導体の需給逼迫

- 供給制約は最悪期を脱しているものの、半導体の需給逼迫は依然大きな課題。世界半導体出荷額をみると、高い伸びが続いており供給の拡大は確認できるものの、それ以上に旺盛な需要には追い付かず。
- 主要先進国の自動車生産は総じてコロナ禍前の水準を下回る。1月に米商務省が公表した半導体関連企業に対する聞き取り調査によると、自動車等に利用される「レガシーノード(最先端ではないもの)」で供給不足が深刻。
- 先行き、企業の生産効率向上や需要の落ち着きによる混乱(二重発注や部品の偏在性の問題)の解消によって需給逼迫は緩和方向で推移するとみられるが、ファウンドリーやウエハメーカーなどが続々と発表している生産能力増強のための大型設備投資計画は、実際稼働するまでに年単位の時間を要するため、当面は半導体の不足感が残存する見込み。
- 加えて、製造過程にはウクライナやロシアが高い生産シェアを持つ部材があり、ウクライナ情勢悪化が不足感を助長する虞あり。

半導体出荷額と主要国の自動車生産の推移



(注)日本の設備稼働率は電子部品。
 (資料)各国統計、WSTS統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

米商務省による半導体サプライチェーンに関する調査

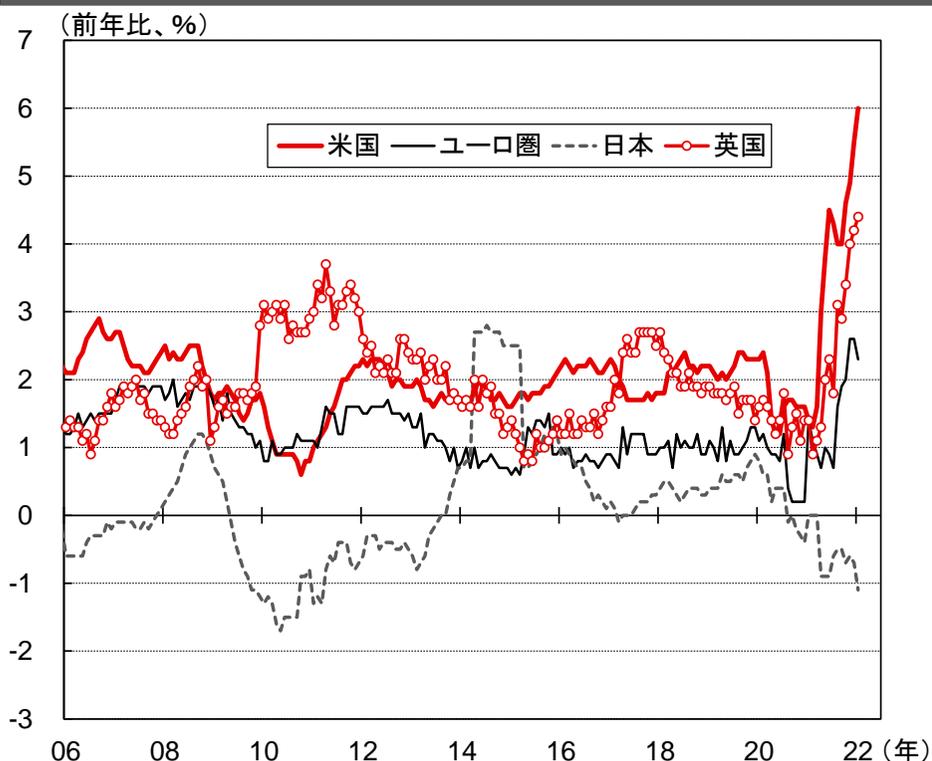
目的	半導体サプライチェーンの複雑性に鑑みて、米政府が、半導体業界・並びに、需要家サイドのサプライチェーンの透明性向上の為の取り組みとして実施
対象	・半導体生産企業、半導体を使う側の企業(自動車・医療機器)等、合計164社が回答 ・回答時期昨年11月が中心
結果	<ol style="list-style-type: none"> ・2021年の半導体需要は2019年比約17%拡大かつ工場稼働率は2020年第2四半期以降90%以上の高水準を維持 ・半導体需給のミスマッチは依然大きい ・需要サイドの半導体在庫の中央値は、2019年の「40日分」に対し、2021年には「5日分未満」へ減少 ・最も深刻なのはレガシーノード(自動車、医療機器等) ・ボトルネック解消に向けて、米政府は今後、各業界との協力促進の枠組み作りに注力 ・半導体不足のボトルネックとなる課題は「ウエハの生産能力が限界に達していること」であり、この解消には長い時間が必要
今後の対応	特に半導体不足が顕著な業界(自動車、医療機器等)について、今回報告は「半導体の価格が不当につり上げられている可能性がある」と指摘。これに対し、レモンド長官は調査を指示し、「政府として介入する」可能性を示唆

(資料)米商務省より三菱UFJ銀行経済調査室作成

1. 経済見通しの概要 (5) 主要先進国の金融政策 ①前提となる物価と労働市場

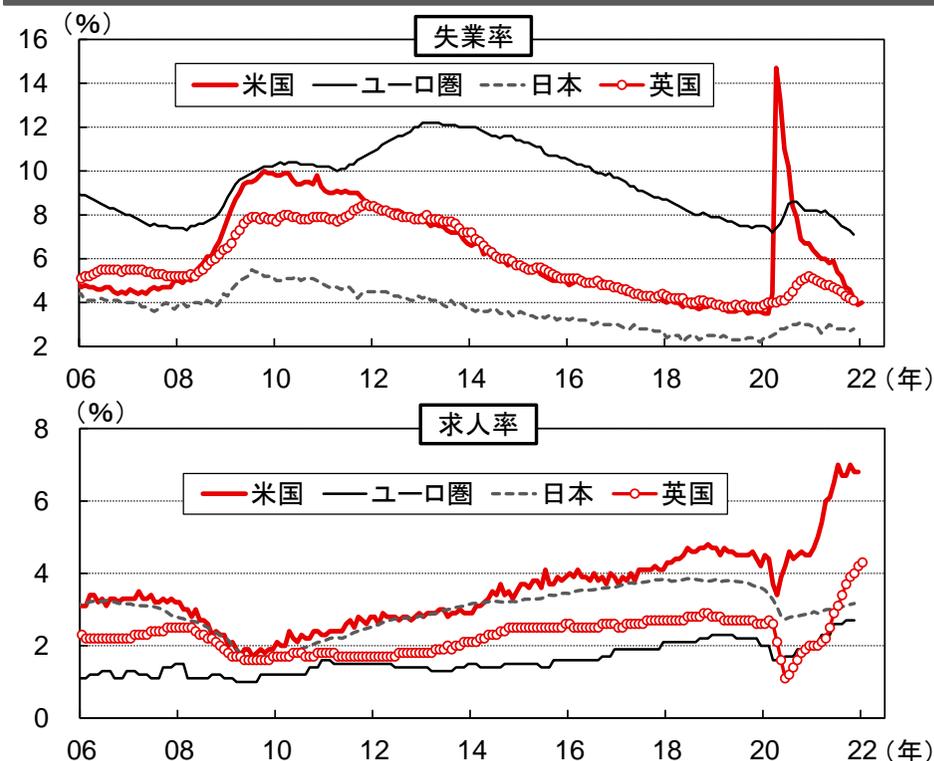
- 日本を除く主要先進国ではコアCPIの伸びはコロナ禍前に比して高水準で推移(但し、ユーロ圏では昨年ドイツで行っていた付加価値減税の反動あり)。
- 主要先進国の失業率はコロナ禍前の水準に近付いている、あるいは既にそれを下回っているほか、求人率(欠員率)はコロナ禍前を上回る国が多い。労働市場における需給逼迫は賃金上昇に加速に繋がっており、日本を除く主要先進国で金融政策正常化が進められている大きな要因に。

主要先進国におけるCPI(除く食品・エネルギー)の推移



(資料) 各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

主要先進国の失業率と求人率(欠員率)の推移



(資料) 各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

1. 経済見通しの概要 (5) 主要先進国の金融政策 ②金融政策

- 高インフレ及び労働市場の引き締まりを受け、日本を除く主要先進国は金融政策の正常化を指向。英国は主要先進国のなかでいち早く利上げを実施、米国も3月からの利上げを開始を強く示唆。
- 資産購入については、英国は既に新規購入を停止し、B/S縮小に着手。米国・ユーロ圏はテーパリングを決定し、米国はB/S縮小の議論も開始。

主要先進国の金融政策(赤字は直近会合における変更)

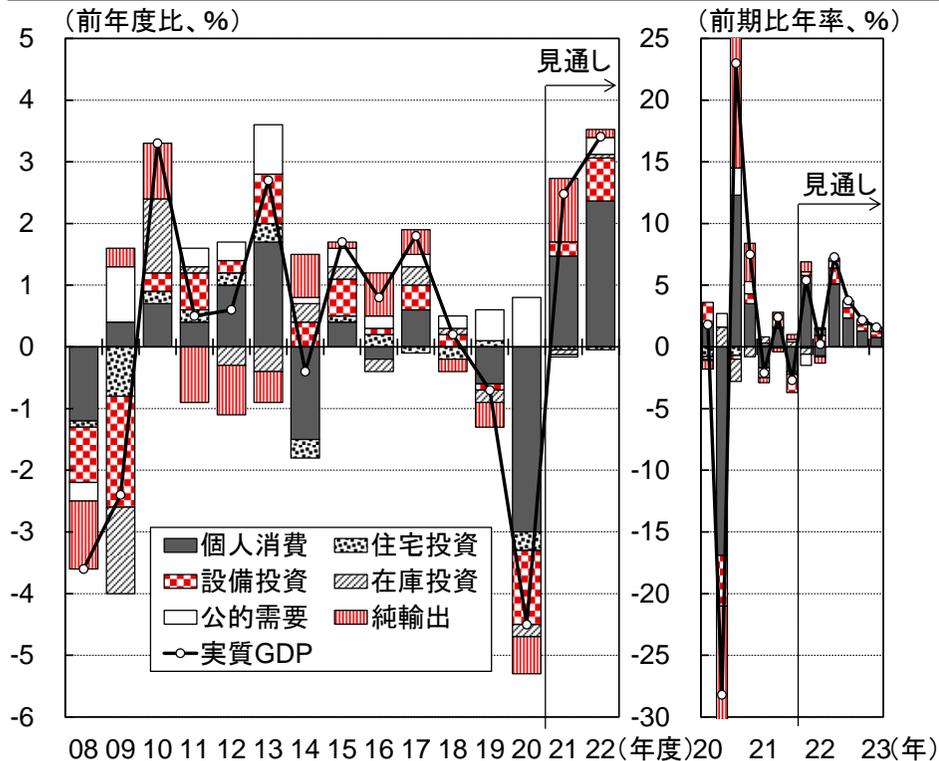
国・地域	項目	現行の枠組み・見通し
米国	政策金利	<ul style="list-style-type: none"> ■ 3月会合での利上げを示唆(25bpsという利上げ幅についても異例の言及) ■ FOMC参加者見通し(中央値)は2022、2023年に3回ずつの利上げを見込む
	資産購入	<ul style="list-style-type: none"> ■ B/S縮小開始には、あと2会合(3、5月)で議論が必要とコメント
英国	政策金利	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2月に2会合連続で利上げを実施(0.25%→0.50%) ■ 先行きも「緩やかな引き締めが必要となる可能性が高い」と判断
	資産購入	<ul style="list-style-type: none"> ■ 満期到来分の再投資縮小によるB/S縮小の開始を決定
ユーロ圏	政策金利	<ul style="list-style-type: none"> ■ 「物価上昇率が2%に達し予測期間にわたってその水準に止まると判断され、かつ物価上昇が基調的なインフレの動きに着実に反映されるまで」現状維持 ■ 2022年2月会合後の記者会見では、ラガルド総裁は2022年中の利上げを排除せず
	資産購入	<ul style="list-style-type: none"> ■ 資産購入プログラム: 利上げ直前まで月200億ユーロ購入(2022年4-6月は月400億ユーロ、同年7-9月は月300億ユーロに一時的に増額することを決定) ■ パンデミック緊急購入プログラム: 最大1兆8,500億ユーロまで購入、2022年3月を以って予定通り終了することを決定(実質的なテーパリング)
日本	政策金利	<ul style="list-style-type: none"> ■ 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利適用を維持する見通し
	資産購入	<ul style="list-style-type: none"> ■ 国債買入方針は現状維持方針(10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを実施) ■ CP・社債: 買入れ増額措置(合計で約20兆円の残高を上限に買入れ)は2022年3月末で終了し、危機対応フェーズから移行 ■ 1月金融政策決定会合後の記者会見では、黒田総裁は将来の政策調整の可能性について否定

(資料)各国中央銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (1)日本経済 ①概況

- 昨年10-12月期の実質GDP成長率(1次速報値)は前期比年率+5.4%と、先のデルタ株の感染状況の落ち着きを受けた各種制限措置の緩和や供給制約の一部改善等により内外需ともに持ち直し、2四半期ぶりのプラス。個人消費がサービスを中心に大幅に増加したほか、輸出・設備投資も増加に転じた。
- 先行きを展望すると、1-3月期はオミクロン株の蔓延を受けた各種制限措置の再強化により、景気は対面サービス消費を中心に一時的に減速する見込み。4-6月期以降は感染が落ち着き、再び各種制限措置の緩和が進むとの前提に立てば、緩やかな回復基調は続くと思われる。但し、ウクライナ情勢等を背景とする資源高が景気の重石となり、やや頭の重い展開となろう。
- 実質GDP成長率は、年度ベースでは2021年度が前年度比+2.5%となった後、2022年度も緩やかな回復を続け、同+3.1%と高めの伸びを予想。実質GDP水準でみると、2022年度通年でコロナ禍前の2019年度水準を取り戻す見通し。

日本の実質GDPの推移と見通し(年度、四半期)



(資料)内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

日本の実質GDPの推移と見通し(年度)

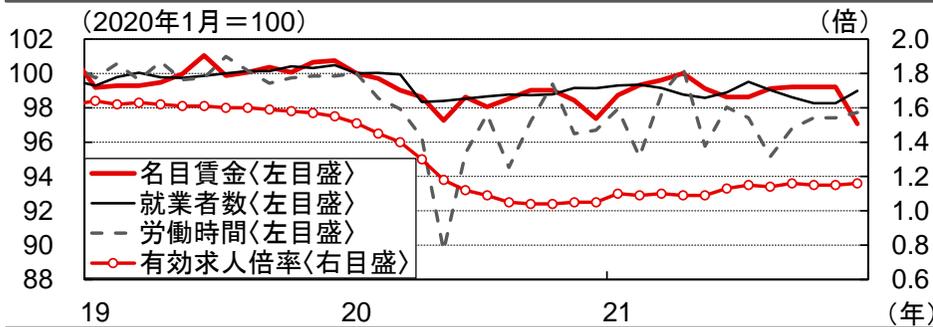
	(前年度比、%)			
	2019年度 (実績)	2020年度 (実績)	2021年度 (見通し)	2022年度 (見通し)
実質GDP	▲0.7	▲4.5	2.5	3.1
個人消費	▲1.0	▲5.4	2.7	3.7
住宅投資	2.6	▲7.8	▲1.4	▲1.3
設備投資	▲0.6	▲7.5	1.5	4.4
在庫投資(寄与度)	▲0.2	▲0.2	▲0.1	0.1
公的需要	2.1	3.0	▲0.1	1.0
純輸出(寄与度)	▲0.4	▲0.6	1.0	0.2
輸出	▲2.2	▲10.5	12.5	3.1
輸入	0.2	▲6.7	6.3	2.2
名目GDP	0.3	▲3.9	1.3	3.6
GDPデフレーター	0.8	0.6	▲1.1	0.5

(資料)内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (1)日本経済 ②国内民需

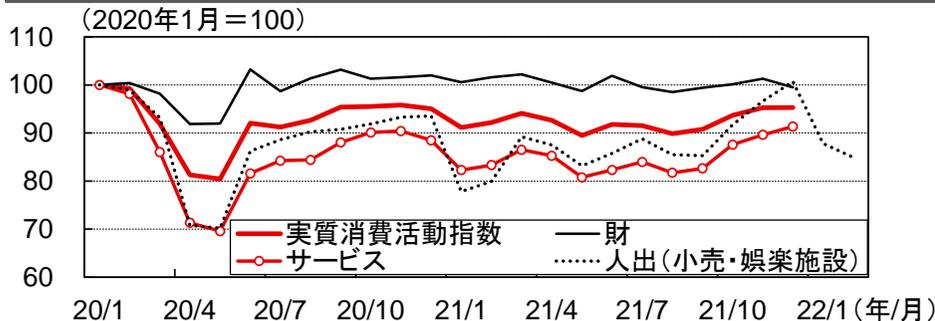
- 雇用はこの先、各種制限措置の緩和が進むにつれ回復が見込まれる。今春闘での大幅なベースアップは見込まれず、一人当たり賃金の上昇は小幅となるものの、雇用者所得は全体として緩やかな増加を続ける見通し。
- 個人消費は、感染第6波の影響で人出が減少しており、短期的にはサービスを中心に下振れが見込まれる。3月以降は、エネルギー価格上昇が下押し要因となるほか、感染への警戒感が一部残存するものの、所得の回復持続や感染の落ち着き等を背景に、緩やかながらも回復基調で推移する見込み。
- 設備投資は、供給制約の一部改善や企業収益の回復を受け、底堅く推移。先行き、企業収益は資源価格上昇によるコスト高が下押し圧力として作用しつつも国内外の景気回復に伴い緩やかな改善が続くとみられることに加え、省力化・情報化ニーズの底堅さが継続するとみられることから、設備投資は緩やかな回復基調で推移する見通し。

名目賃金と就業者数、一人当たり労働時間、有効求人倍率の推移



(資料)総務省、厚生労働省、日本銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

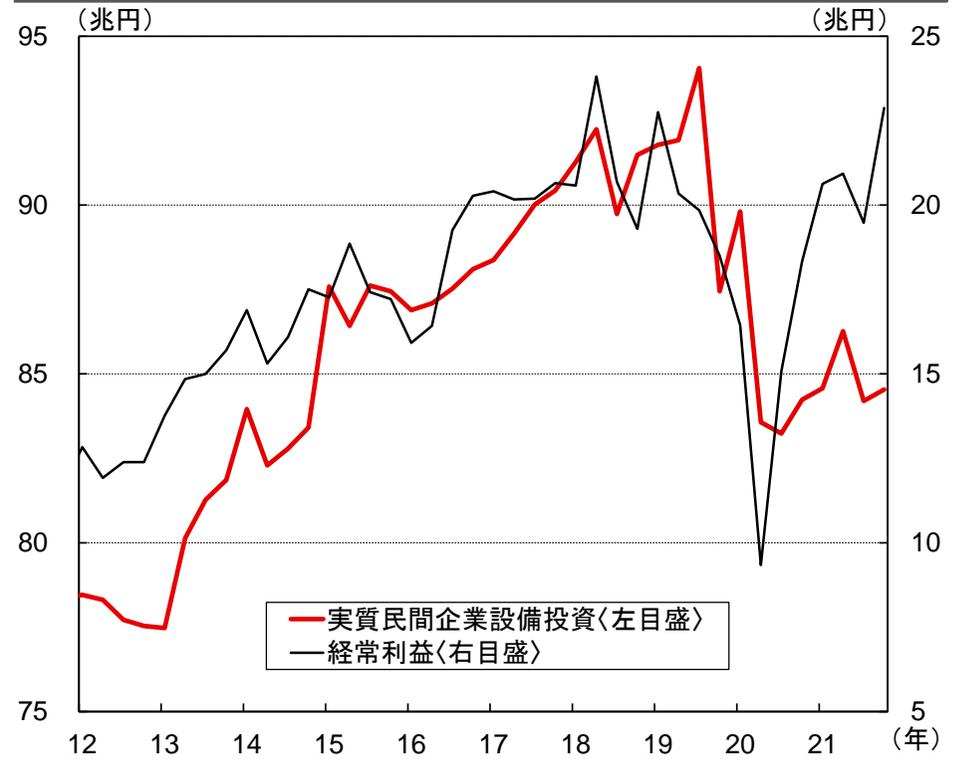
品目別実質消費活動指数と人出の推移



(注)人出は月中平均値。

(資料)日本銀行、Google社統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

実質民間企業設備投資と本邦企業の経常利益の推移



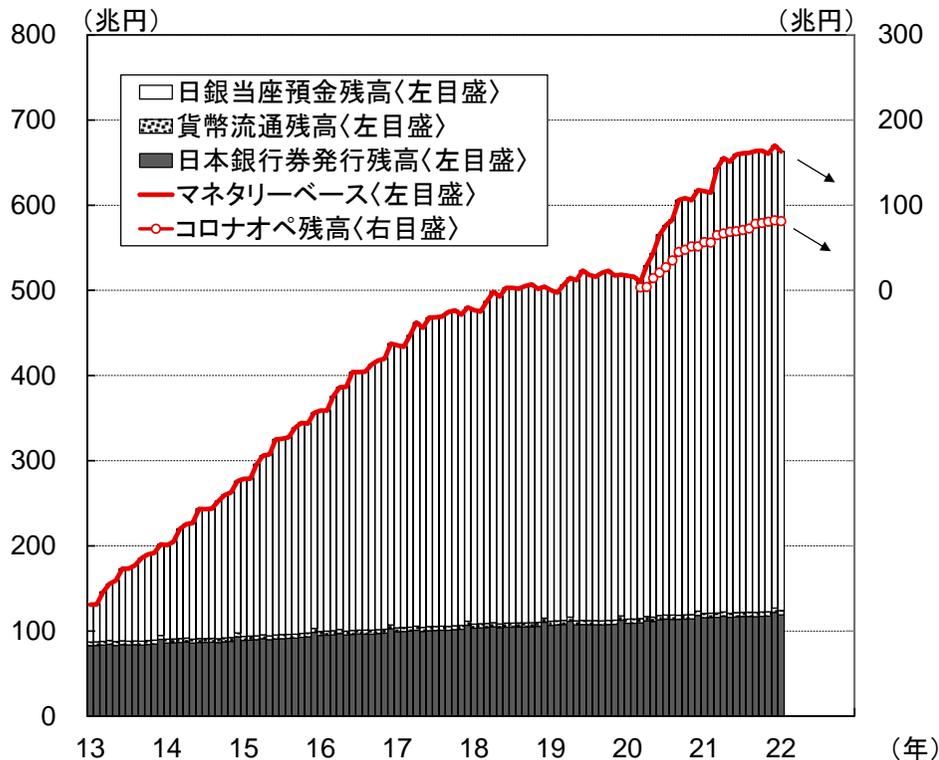
(注)『経常利益』は全規模・全産業(除く金融・保険業)ベース。

(資料)内閣府、財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (1)日本経済 ③金融政策

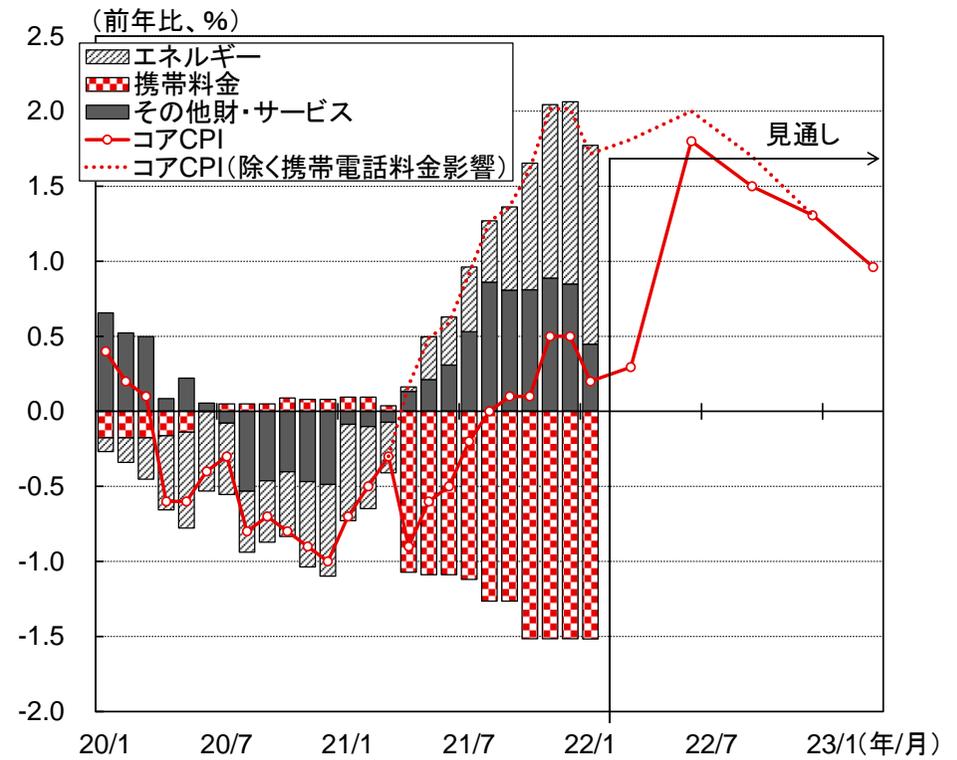
- 日銀はイールドカーブコントロールの枠組みは維持する一方、昨年12月には①新型コロナウイルス特別対応支援オペ(コロナオペ)の一部及び②CP・社債等の買入れ増額措置の3月末での終了を決定。
- コロナオペの一部終了に伴いマネタリーベースは減少に転じる公算大。もっとも、日銀はこれをコロナ禍からの正常化過程での一過性要因によるものとの見方を示しており、緩和縮小との受け止められ方を否定しつつオーバーシュート型コミットメントを維持する方針が窺える。足元の米国金利に連動した金利上昇に対しても、指し値オペにより、昨年3月に明確化した長期金利の上限(0.25%)を超える上昇を許容しない姿勢を打ち出しており、緩和的な政策運営を堅持する構え。
- コアCPIは、携帯料金引き下げの影響剥落後、一時的に前年比+1%台後半まで伸びが加速するとみられるが、エネルギー価格の伸びが鈍化するにつれ全体の伸びも鈍化していくとみられ、日銀が目標とする安定的な「前年比+2%」の達成は展望できず。従い、日銀の現在のスタンスを踏まえると、現行の政策枠組みは維持され、政策金利は据え置かれる見通し。

マネタリーベースと新型コロナウイルス特別対応支援オペ残高の推移



(資料) 日本銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

消費者物価(生鮮食品を除く総合)の推移



(注) 1. コアCPIの見通しは四半期平均値。

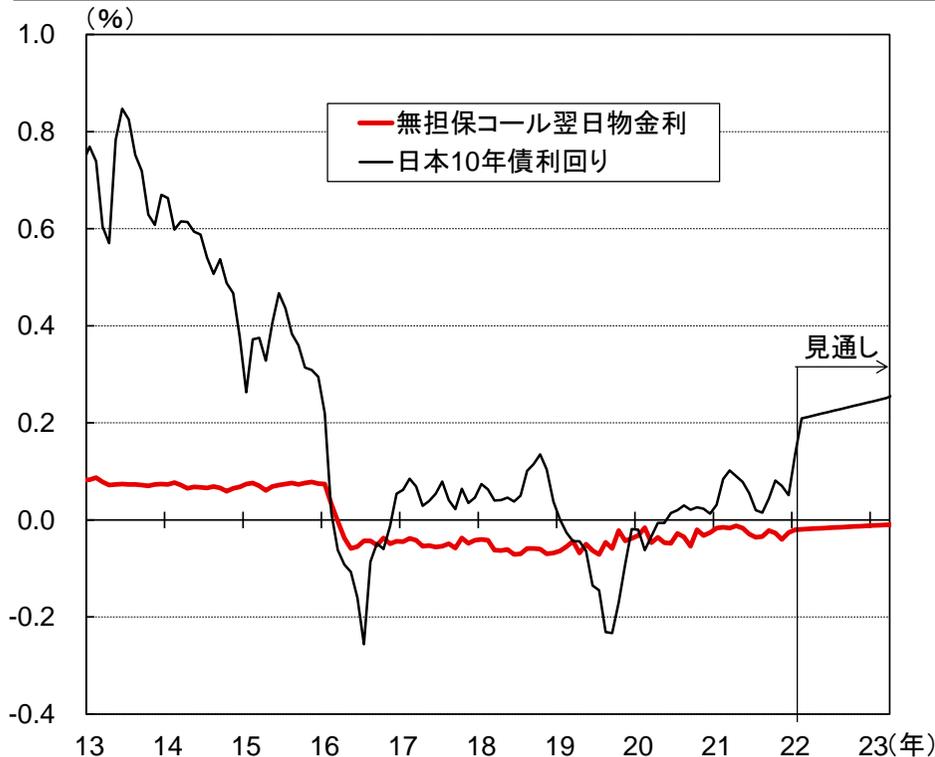
2. 点線は携帯電話料金引き下げがなかったと仮定した場合の推計値。

(資料) 総務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (1)日本経済 ④金利・為替

- 本邦長期金利は、米国長期金利の動向に左右されつつも、日銀は現行の政策枠組みの中で長期金利の変動幅(0.25%)を超えることを許容しないとみられることから、0.25%を上限に横這い圏で推移すると予想。
- ドル円相場は、足元のウクライナ情勢の緊迫化を受けてドル、円ともに買われ、概ね1ドル115円前後のボックス圏での推移が続いている。ウクライナ危機の早期収束は見込み難く、この先も円・ドルともに買われ易い展開が続く見込みだが、米国金利が上昇を続ける一方、本邦金利は現状程度での推移が続くことから、金利差からは円安圧力がやや強まると予想される。

無担保コール翌日物金利と10年物国債利回りの推移



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

ドル円相場と日米の5年物国債名目利回り差(米国-日本)の推移

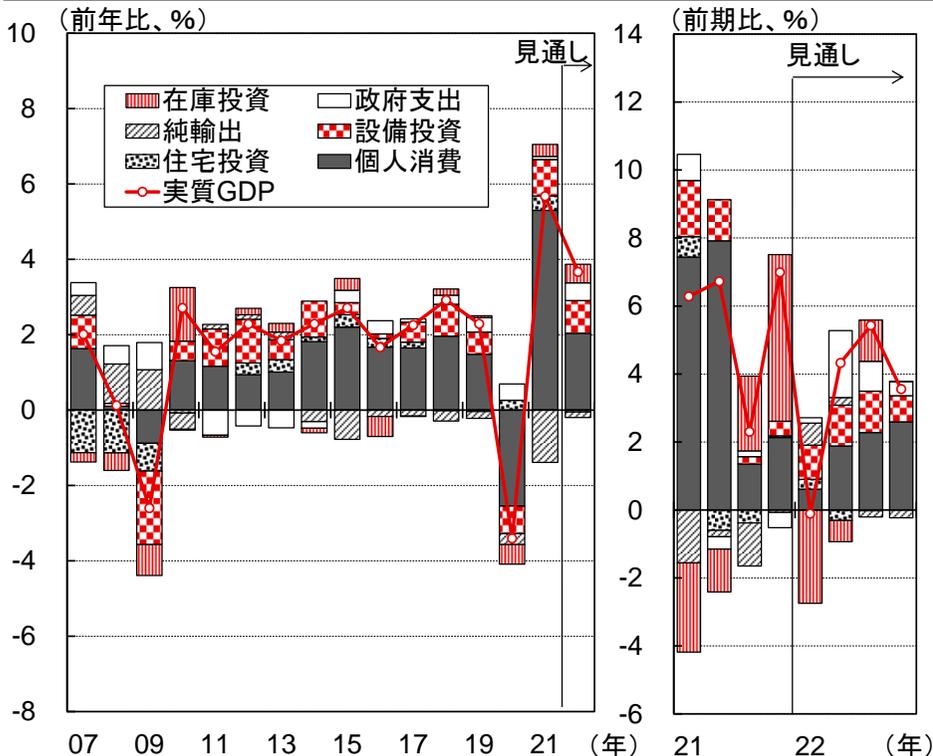


(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (2) 米国経済 ①概況

- 昨年10-12月期の実質GDP成長率(2次速報値)は前期比年率+7.0%と、前期(同+2.3%)から加速。個人消費の伸びは限定的だったが、供給制約が最悪期を脱しつつあるなか、在庫投資の寄与度が同+4.9%ポイントと実質GDP全体を大きく押し上げ。
- オミクロン株による感染拡大は、労働供給制約の悪化(ないしは回復の遅れ)を通じてサービス消費や企業の生産活動の下押し要因となっており、足元では景気回復ペースは減速。加えて、2022年度予算は未成立(つなぎ予算による対応を継続中)であり、昨年11月に成立した「インフラ投資・雇用法案」に基づく歳出にも遅れが発生。
- もっとも、「ウィズコロナ」体制への移行が一段と進展すると共に個人消費は堅調な回復が続くとみられるほか、供給制約の緩和に伴う設備投資や在庫復元の加速が成長率を押し上げ、2022年の実質GDP成長率は前年比+3.7%と高めの成長が続くと予想。なお、ウクライナ危機の余波は物価面の上振れとして現れ得るが、米国経済全体への影響は限定的であろう。

需要項目別に見た実質GDPの推移



(資料)米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

GDP計数の暦年見通し

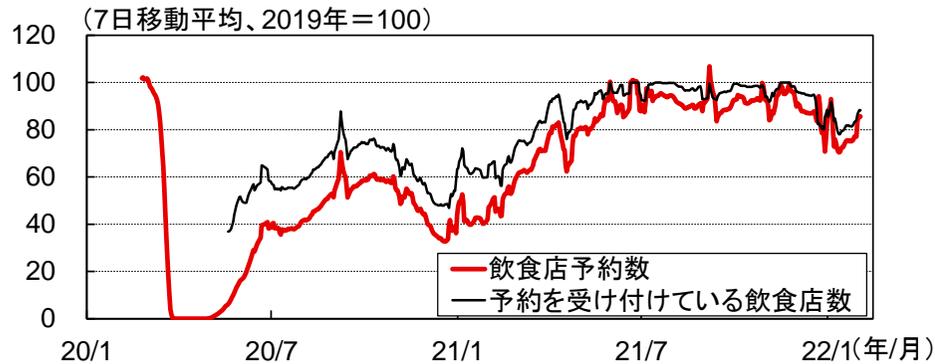
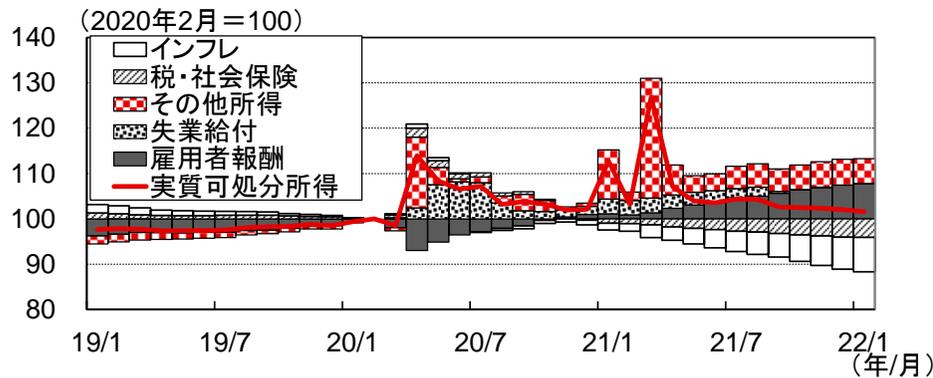
	2020年 (実績)	2021年 (実績)	2022年 (見通し)
実質GDP	▲3.4	5.7	3.6
個人消費	▲3.8	7.9	2.8
住宅投資	6.8	9.1	▲1.6
設備投資	▲5.3	7.4	5.9
在庫投資(寄与度)	▲0.6	0.3	0.5
政府支出	2.5	0.5	2.6
純輸出(寄与度)	▲0.3	▲1.4	▲0.1
輸出	▲13.6	4.6	8.9
輸入	▲8.9	14.0	6.4
名目GDP	▲2.2	10.1	8.4

(資料)米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (2)米国経済 ②個人消費

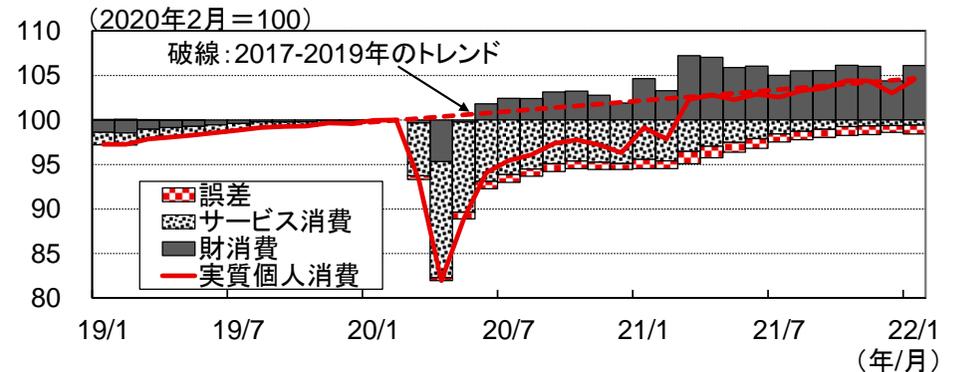
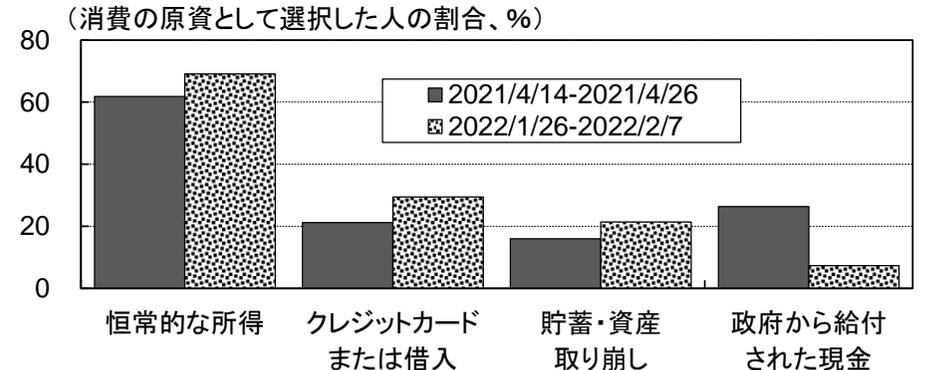
- 1月の実質可処分所得は前月比▲0.5%と6カ月連続のマイナス。インフレ率の加速が下押し要因となっているものの、ベースとなる雇用者報酬は堅調な拡大を継続。
- 1月の実質個人消費は前月比+1.5%。オミクロン株の感染拡大を受けた労働供給制約の悪化が一時的に対面サービスの消費を下押ししたものの、財消費が前月比+4.3%と全体を牽引。
- 先行きは雇用の回復継続にインフレ率の緩やかな鈍化が加わることで実質可処分所得は増加基調に転じるとみられ、コロナ禍で積み上がった貯蓄や資産も原資としつつ、個人消費全体としては堅調を維持すると予想。

実質可処分所得、飲食セクターに係る指標の推移



(資料)米国商務省、Open Table統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

消費の原資に係るサーベイと実質個人消費の推移

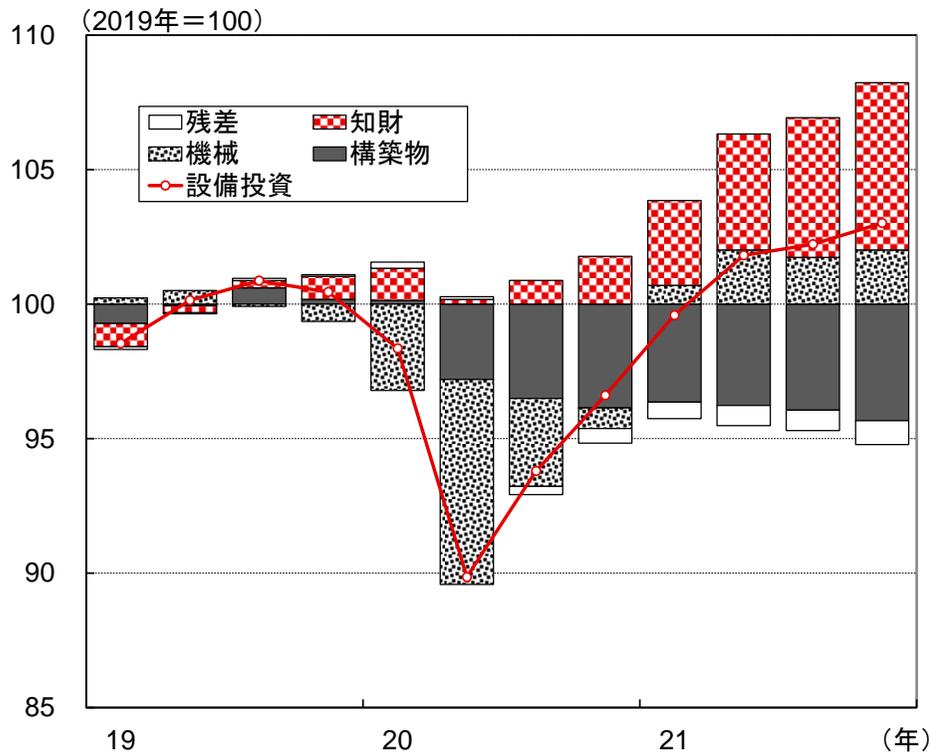


(注)消費の原資は複数回答可能なため、各回答の割合の和は100%を上回る。凡例は調査期間を表す。
(資料)米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (2)米国経済 ③設備投資

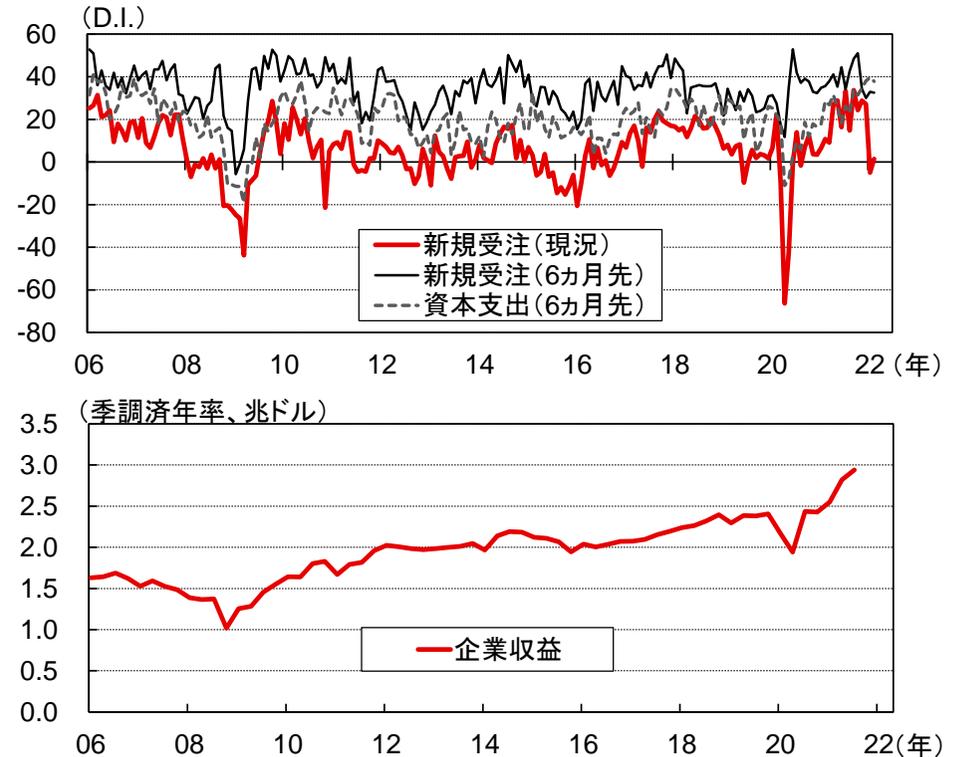
- 昨年10-12月期の設備投資は前期比年率+3.1%とプラスを維持。構築物投資は同▲9.4%と3四半期連続のマイナスとなった一方、知的財産投資が同+10.6%と高い伸びを維持したほか、機械投資が同+2.4%とプラスに転じた。
- 感染拡大等の影響で企業の景況感は足元でやや下振れているものの、先行きについては依然需要の拡大を見込んでおり、設備投資に対する意欲も強い。企業収益は既にコロナ禍前の水準を上回り増加基調が明確化しており、設備投資はこの先も堅調さを維持する見込み。

設備投資の推移



(資料)米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

製造業景況感と企業収益の推移

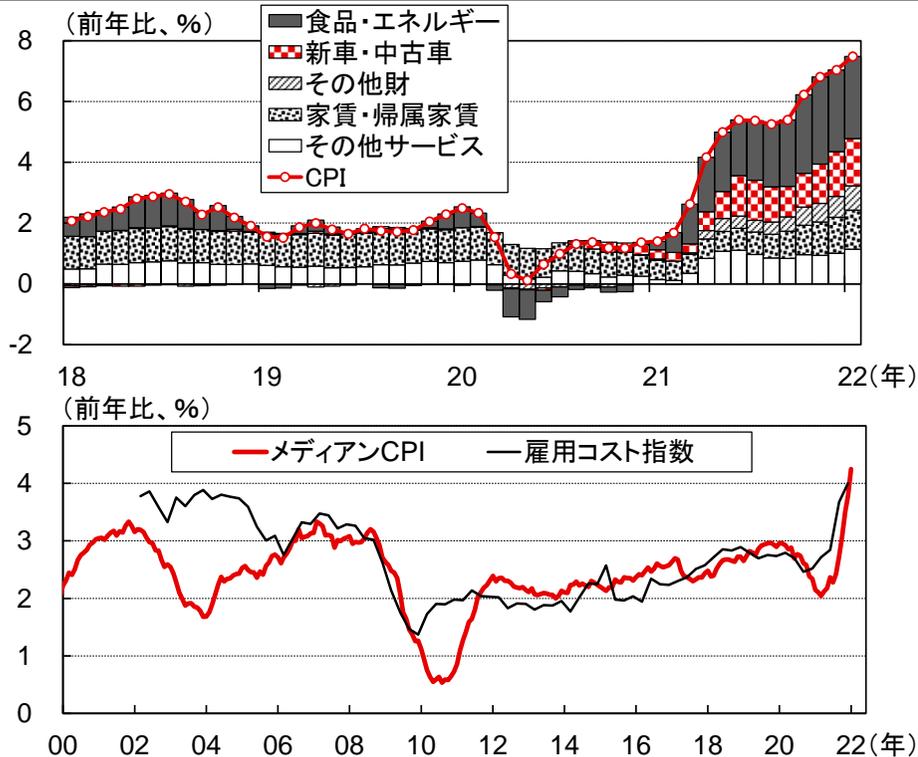


(資料)ニューヨーク連銀統、米国商務省計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (2) 米国経済 ④金融政策 (a) 利上げ

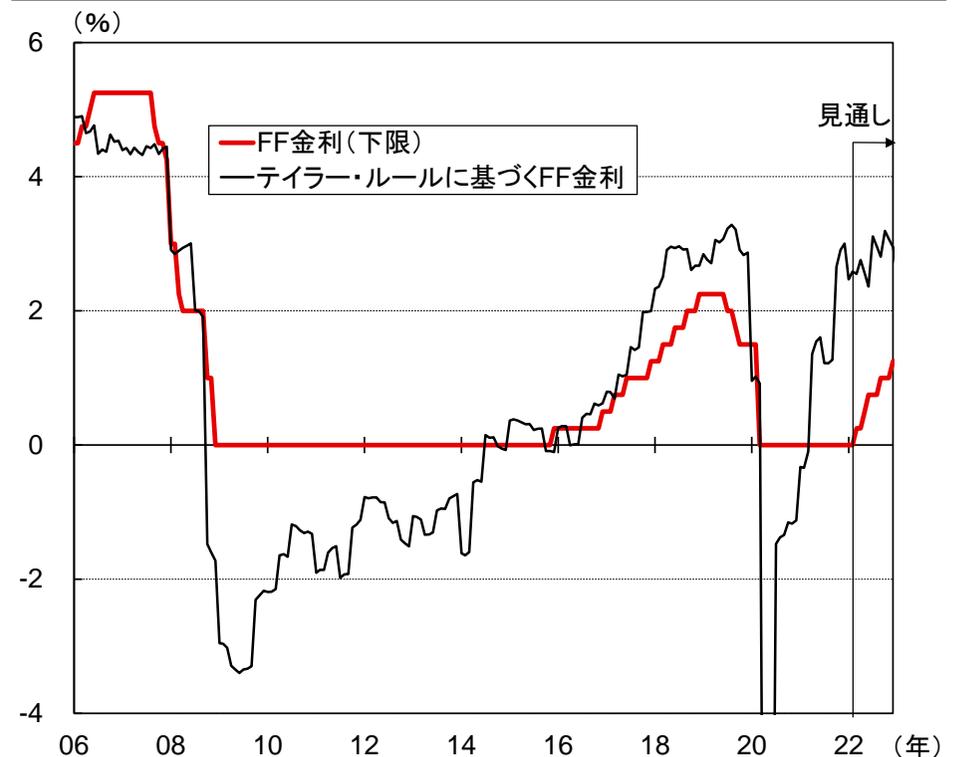
- 1月のCPI(消費者物価指数)は前年比+7.5%(前月:同+7.0%)へ加速。供給制約は最悪期を脱したものの、依然需給が引き締まっている中古車を中心に財が加速したほか、労働需給の引き締まりを背景にサービスも加速。先行きはエネルギー価格上昇の一服や供給制約の緩和により、インフレ率は徐々に鈍化していくとみるものの、今年末時点でも同+2%を大きく上回って推移する見込み。
- ウクライナ情勢の悪化により先行きの景気・物価を巡る不確実性は高まっているものの、議会証言にてパウエル議長は「様々な要因からインフレにさらなる上昇圧力がかかるリスクに注意を払っている」とした上で、3月会合で+0.25%ポイントの利上げを行う方針を表明。3、5、6月と連続で+0.25%ポイントずつ利上げを行い、以降は3ヵ月毎(9、12月)に利上げを行うと予想。

CPI、メディアンCPI、雇用コスト指数の推移



(資料)米国商務省、労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

メディアンCPI、雇用コスト指数、FF金利の推移

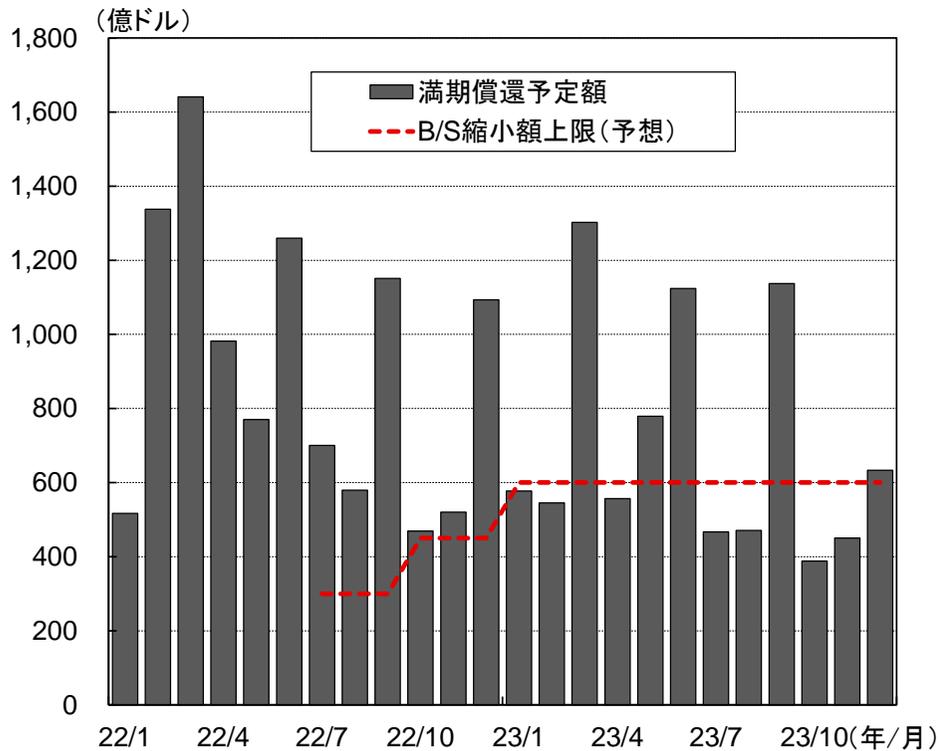


(資料)米国商務省、リッチモンド連銀統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (2) 米国経済 ④金融政策 (b) B/S縮小

- 1月FOMC後に公表された「B/S規模縮小のための原則」では、①政策金利が主要な政策調整手段であること、②B/S規模縮小は償還再投資額の調整によって行うこと、③金融政策遂行に必要なだけの潤沢な準備預金は維持すること、④将来的には国債中心の保有となること等を明確化。
- また、前回の正常化局面に比して、インフレ率は高く、労働市場も歴史的な強さであり、FEDのB/S規模も大きく保有債券の年限も短いことから、B/S縮小ペースは速くなる見込みであるとパウエル議長は言及。B/S縮小は6月に決定(7月から開始)、縮小額の上限は段階的に引き上げる形で最終的に月額1,000億ドル(国債600億ドル、MBS400億ドル)に設定すると予想。
- 長期金利は、既に利上げが相当程度織り込まれているほか、依然FEDが巨額の債券保有を継続しているというストック効果から、上昇ペースは緩やかなものに止まる見通し。

FED保有国債の満期償還予定額とB/S縮小額上限(予想)



(資料)ニューヨーク連銀統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

FED債券保有額・10年債利回りの推移

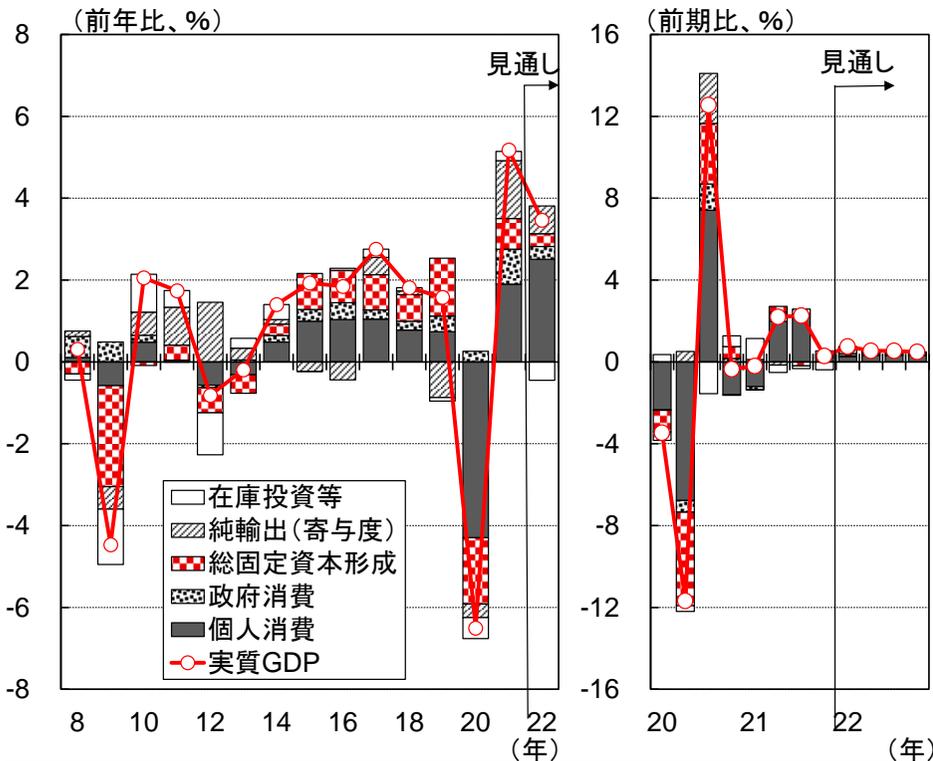


(資料)FRB統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (3) 欧州経済 ① ユーロ圏 (a) 概況

- ユーロ圏の昨年10-12月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比+0.3%と、3四半期連続でプラス。感染拡大が続き景気は減速したものの、感染対策と経済活動の両立が維持されたため回復基調を維持。
- 先行き、各国で行動制限緩和の動きが更に進展するほか、供給制約についても漸進的な緩和が見込まれる。ウクライナ情勢悪化を受けた原油・天然ガス等の資源価格上昇が下押し要因となるものの、景気の回復を腰折れさせるほどのインパクトは現時点では想定されない。ユーロ圏はコロナ禍による深い落ち込みからのキャッチアップ局面にあることもあり、2022年の実質GDP成長率は潜在成長率よりも高い前年比+3.5%となる見通し。

ユーロ圏の実質GDPの推移と見通し



欧州主要国の実質GDP成長率の推移と見通し

	(前期比, %)					(前年比, %)		
	20年	21年				20年	21年	22年
	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	実績	実績	見通し
ユーロ圏	▲0.3	▲0.2	2.2	2.3	0.3	▲6.4	5.2	3.5
ドイツ	0.7	▲1.7	2.2	1.7	▲0.7	▲4.6	2.8	3.2
フランス	▲1.1	0.1	1.3	3.1	0.7	▲7.9	6.8	3.5
イタリア	▲1.7	0.3	2.7	2.6	0.6	▲8.9	6.5	3.8
英国	1.5	▲1.2	5.6	1.0	1.0	▲9.4	7.5	3.9

(注)10-12月期の内訳は未公表のため三菱UFJ銀行経済調査室による予想

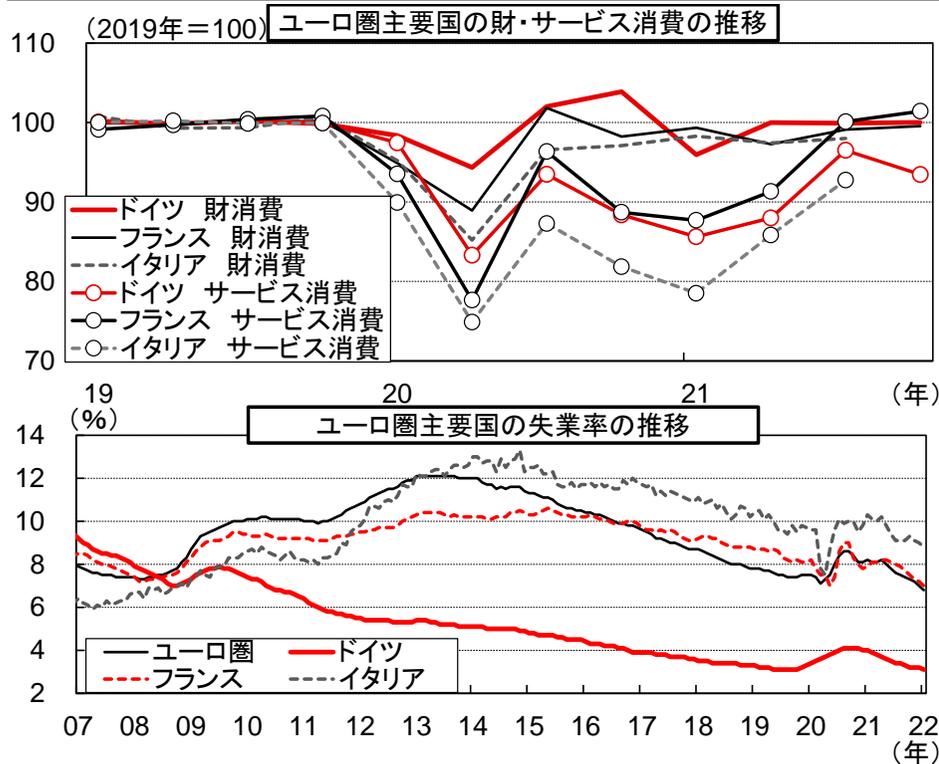
(資料)欧州連合統計局、英国立統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(資料)欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (3) 欧州経済 ① ユーロ圏 (b) 個人消費・生産

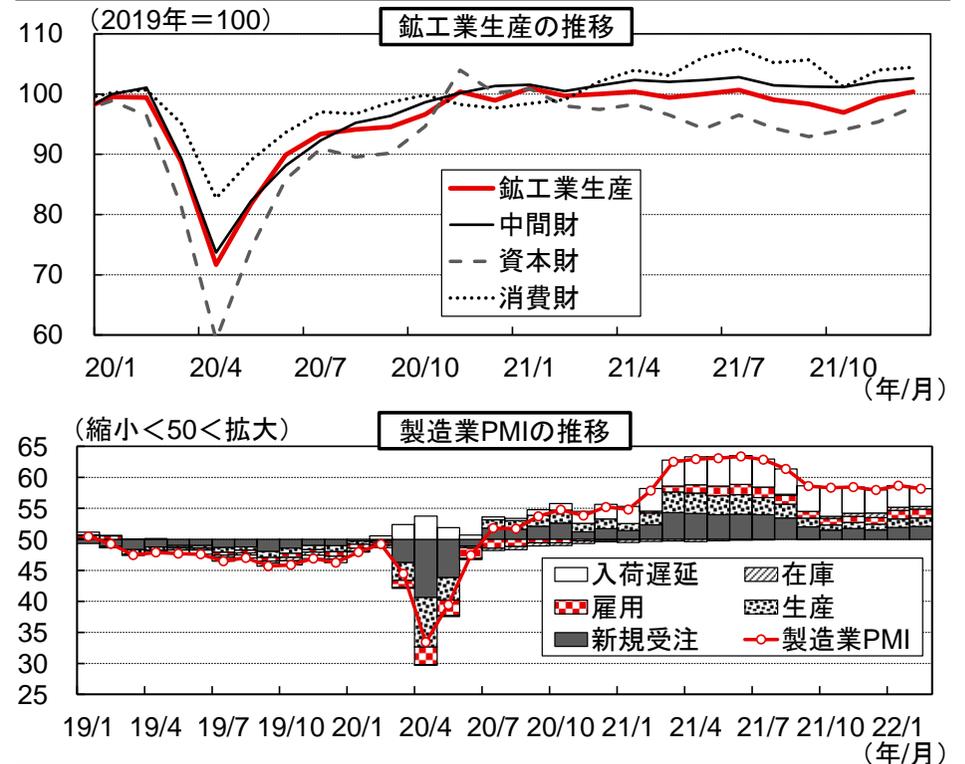
- 昨年10-12月期の個人消費は、感染再拡大の影響でサービスが弱含んだとみられるものの、全体としては増加基調を維持。他方、1月の失業率は6.8%と9ヵ月連続で低下しており、雇用環境も改善が継続。ウクライナ情勢悪化を背景とするインフレ率の加速が個人消費の重石となるものの、主要国では経済活動の正常化が更に進められる見込みであり、個人消費の回復基調は今後も維持される見通し。
- 鉱工業生産は、半導体供給不足で回復が遅れていた自動車を含む資本財が底打ちしたことから昨年12月まで2ヵ月連続で増加し、コロナ禍前の2019年程度の水準を概ね回復。製造業PMIをみると、新規受注は拡大を続けており、供給制約の緩和が進めば鉱工業生産は今後も緩やかな拡大を続ける見込み。

ユーロ圏の失業率と財・サービス消費の推移



(資料) 欧州連合統計局、欧州委員会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

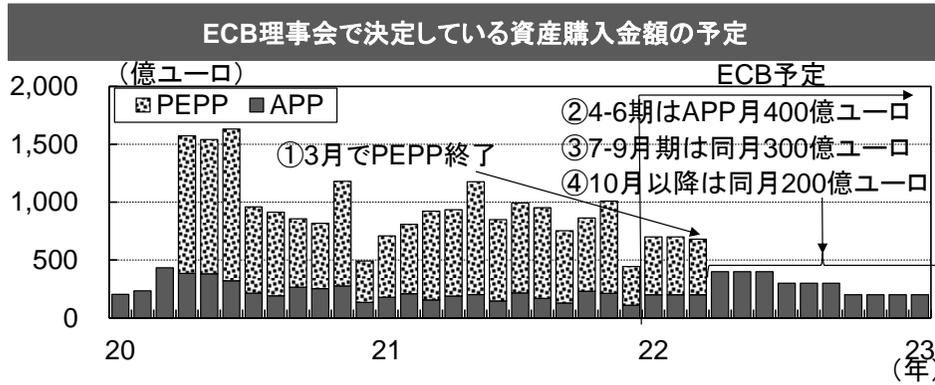
ユーロ圏の鉱工業生産と製造業PMIの推移



(資料) 欧州連合統計局、IHS Markit統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (3) 欧州経済 ①ユーロ圏 (c) 金融政策

- 欧州中央銀行(ECB)は、2月3日に開いた理事会で、現行の金融政策の維持を決定した一方、総裁の発言はタカ派に変化。
 - ✓ パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)による資産購入の2022年3月での終了及び資産購入プログラム(APP)による購入額を調整して激変緩和を図る前回12月会合で示された方針を据え置き。
 - ✓ ラガルド総裁は会見で、物価上昇率について「リスクは上方へ傾いている」と言及するなど、前回までの「足元の物価上昇は一時的」との立場から明確に変化。利上げについても、前回と異なり、年内利上げの可能性を明確に否定せず。
- 労働需給の引き締めを受け賃金の上昇率はコロナ禍前を上回って推移しており、コア消費者物価は前年比+2%超、期待インフレ率も同+2%近辺まで上昇。マクロ環境をみればECBが金融政策正常化の動きを加速させる環境が整いつつある。但し、ウクライナ情勢悪化を受け、一部のECBメンバーの金融政策正常化に対する慎重な姿勢も報じられ、利上げ等のアナウンスはウクライナ情勢による経済への影響が見極められた後となる見込み。

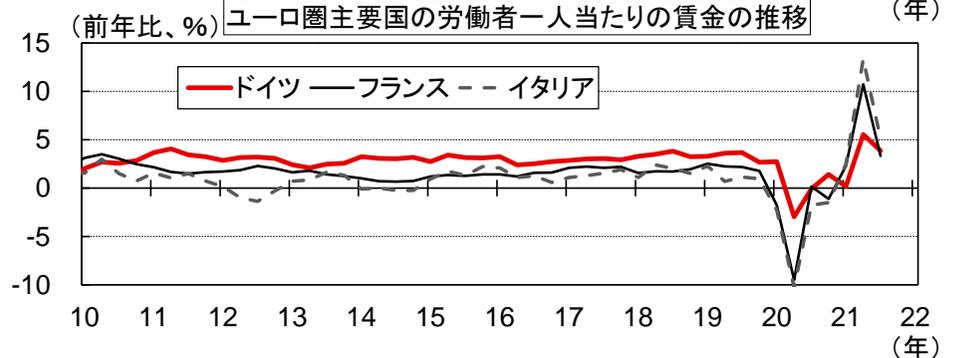
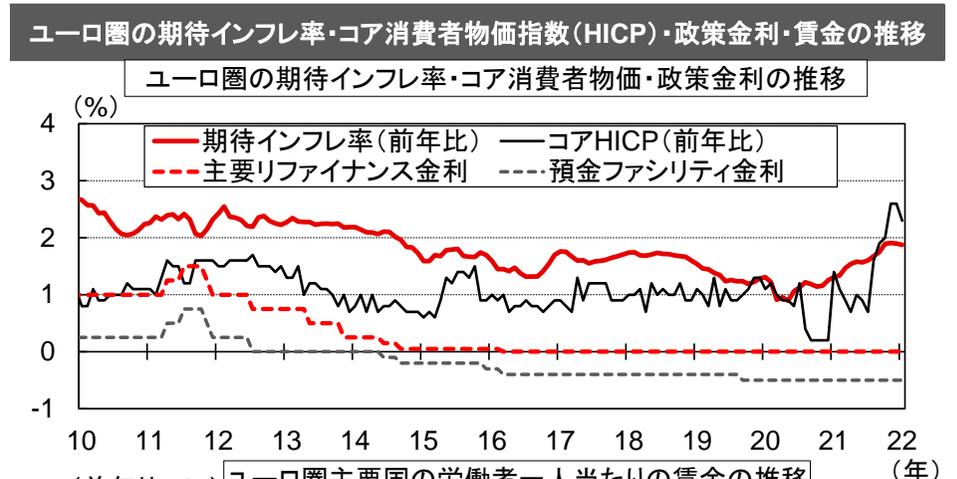


(資料) 欧州中央銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

ラガルド総裁の2月理事会の定例会見での発言

物価	<ul style="list-style-type: none"> ・インフレが年内に予想より大幅に上昇し、年末には予想よりも高くなっている可能性。特に短期的に上振れリスクが存在。 ・昨年12月時点の予想と比較すると、インフレ見通しに対するリスクは、特に短期的に上方へ傾いている。
金融政策	<ul style="list-style-type: none"> ・(年内の利上げの可能性について問われた場面で)条件のない公約は掲げない。 ・今後数週間の経済の動向が、3月と6月の理事会でフォワードガイダンスの基準が完全に満たされているのかを判断するうえで極めて重要。

(資料) 欧州委員会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成



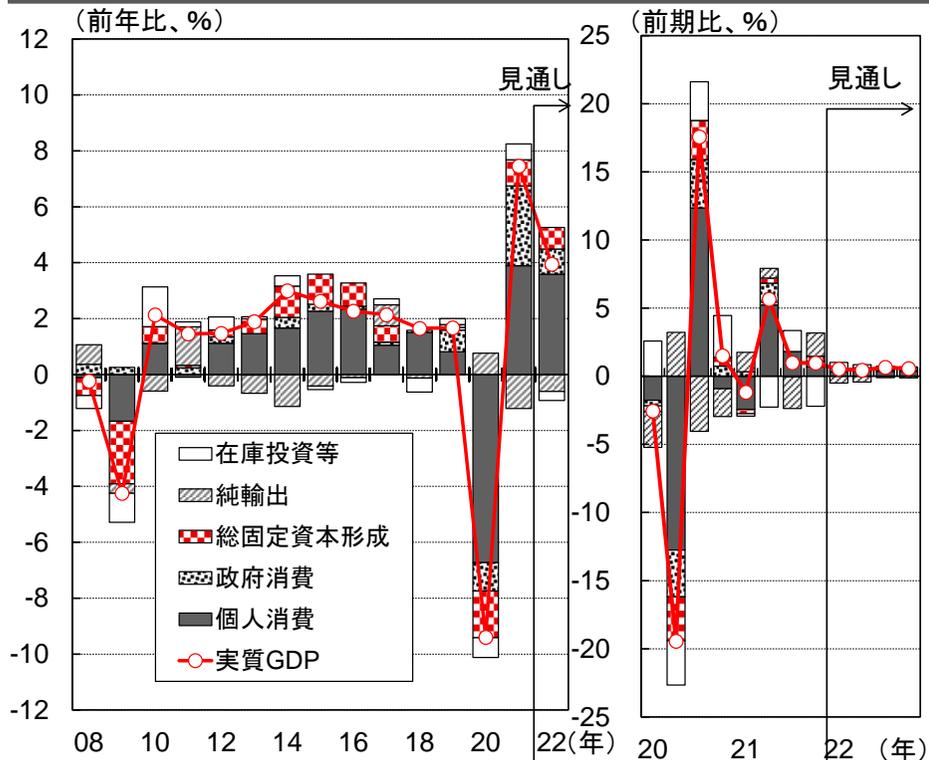
(注) 期待インフレ率はインフレスワップ5年先スタート5年物フォワードレートから算出。

(資料) 欧州中央銀行、欧州連合統計局統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (3)欧州経済 ②英国 (a)概況・個人消費・生産

- 英国の昨年10-12月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+1.0%と4四半期連続でプラス。オミクロン株の感染が拡大したが、厳格な行動制限の導入は回避され、経済活動と感染対策の両立が維持されたことが背景にある。
- ウクライナ情勢悪化を背景とする資源価格上昇が下押し要因となるものの、個人消費は、「ウィズコロナ」体制への一段の進展と共に人出が回復することで、拡大基調を維持する見込み。鉱工業生産は、コロナ禍前2019年の水準を依然下回るも持ち直し基調を維持しており、設備投資意欲が大きく改善するなど生産拡大に向けた動きも明確。英国の2022年の実質GDP成長率は前年比+3.9%となる見通し。

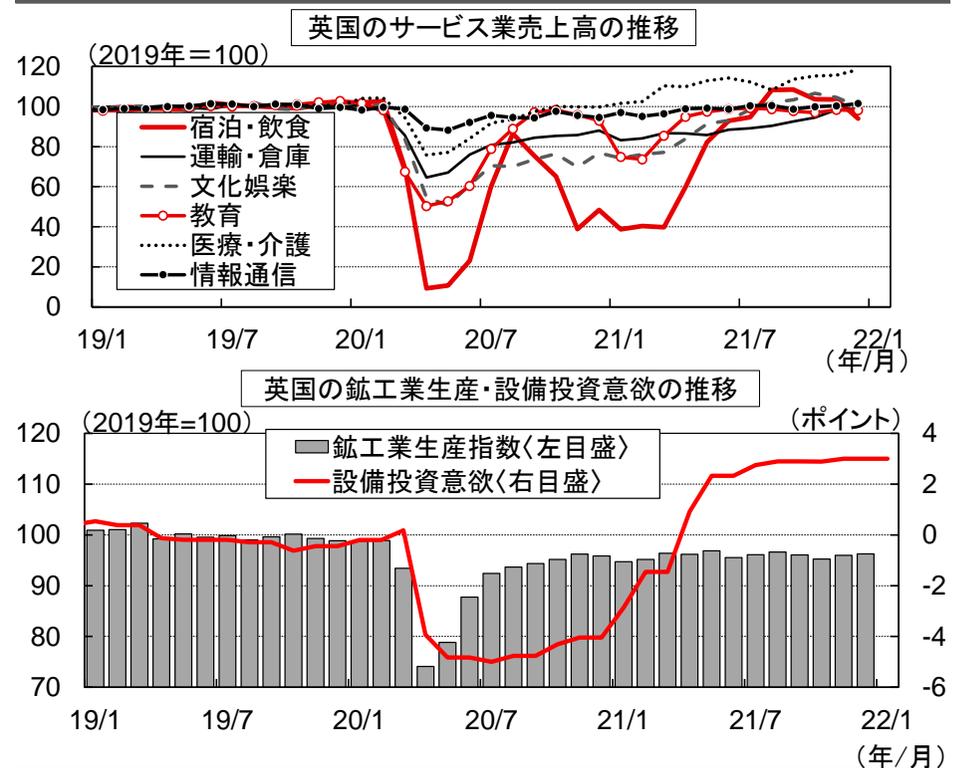
英国の実質GDPの推移と見通し



(注)10-12月期の内訳は未公表のため三菱UFJ銀行経済調査室による予想

(資料)欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

欧州主要国の実質GDP成長率の推移と見通し

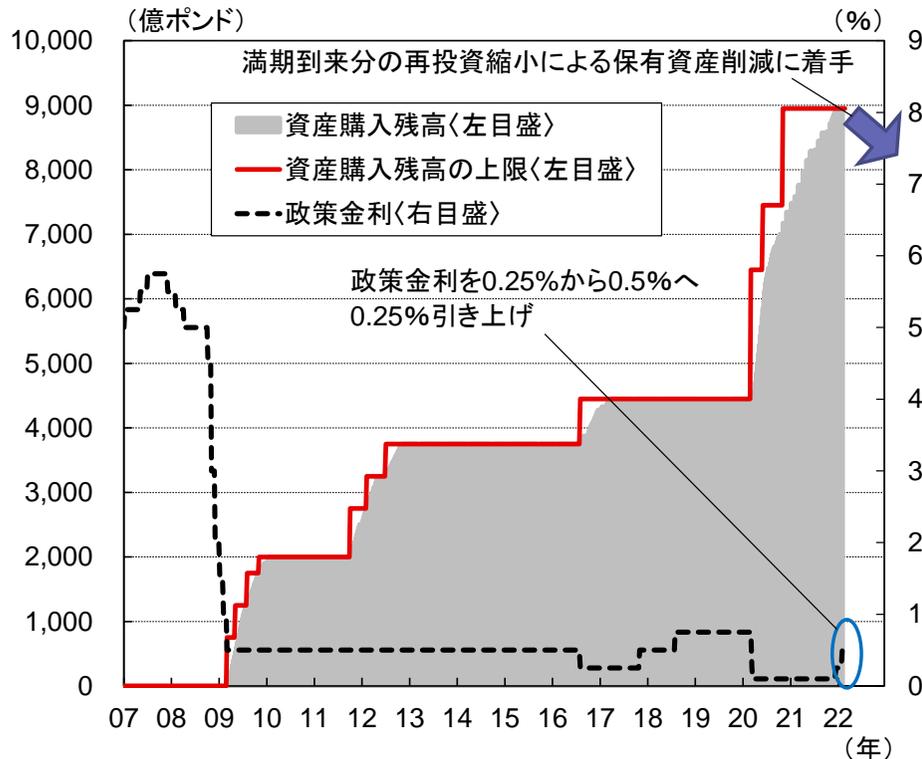


(資料)欧州連合統計局、英国立統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (3)欧州経済 ②英国 (b)金融政策

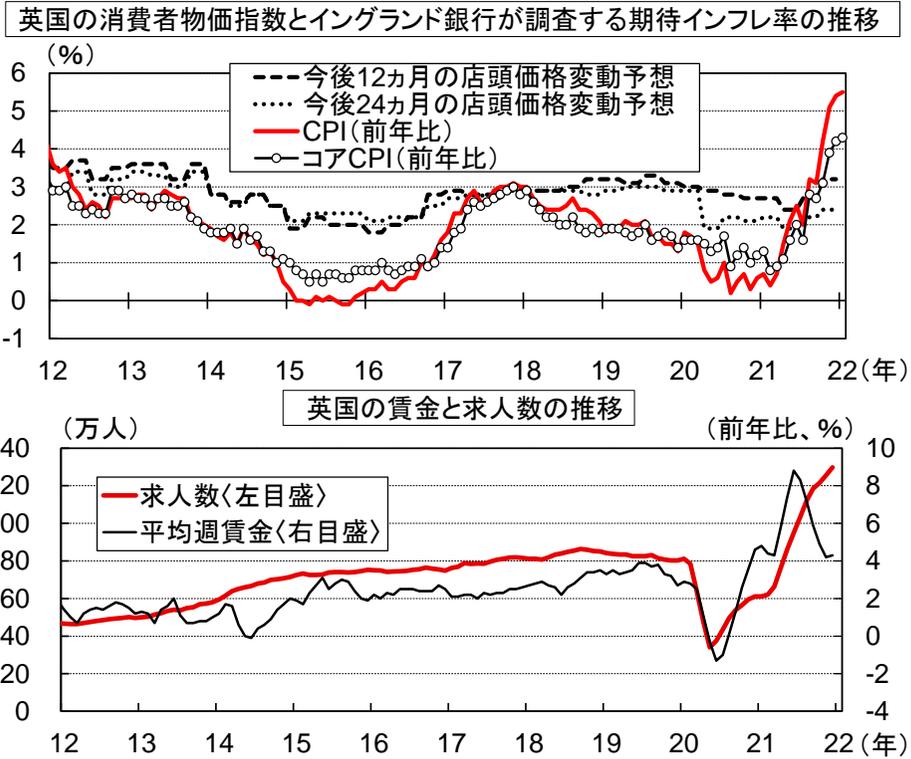
- イングランド銀行(BOE)は、2月3日発表した金融政策委員会で、政策金利を0.25%から0.5%へ引き上げた。加えて、昨年8月に示した方針通り、政策金利が0.5%に達したため、満期到来分の再投資停止による保有資産削減に着手すると決定。
- 英国では、法的な行動制限の大半が撤廃された昨年7月頃を境に求人数が大きく拡大していることに加え、平均週賃金もコロナ禍前を上回る伸び率で推移。足元の消費者物価上昇の一因となっていると考えられ、中銀の調査する消費者の期待インフレ率も緩やかに上昇。ウクライナ情勢は緊迫化しているが、現時点ではBOEメンバーから金融政策正常化の流れ自体に対する慎重な意見は強まっておらず、2022年中も更に3回程度の利上げが見込まれる。

イングランド銀行の政策金利・資産購入残高の推移



(資料) 英国家統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

英国の消費者物価・期待インフレ率・労働関連指標の推移



(資料) 英国家統計局、イングランド銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (4)アジア・豪州経済 ①中国 (a)概況

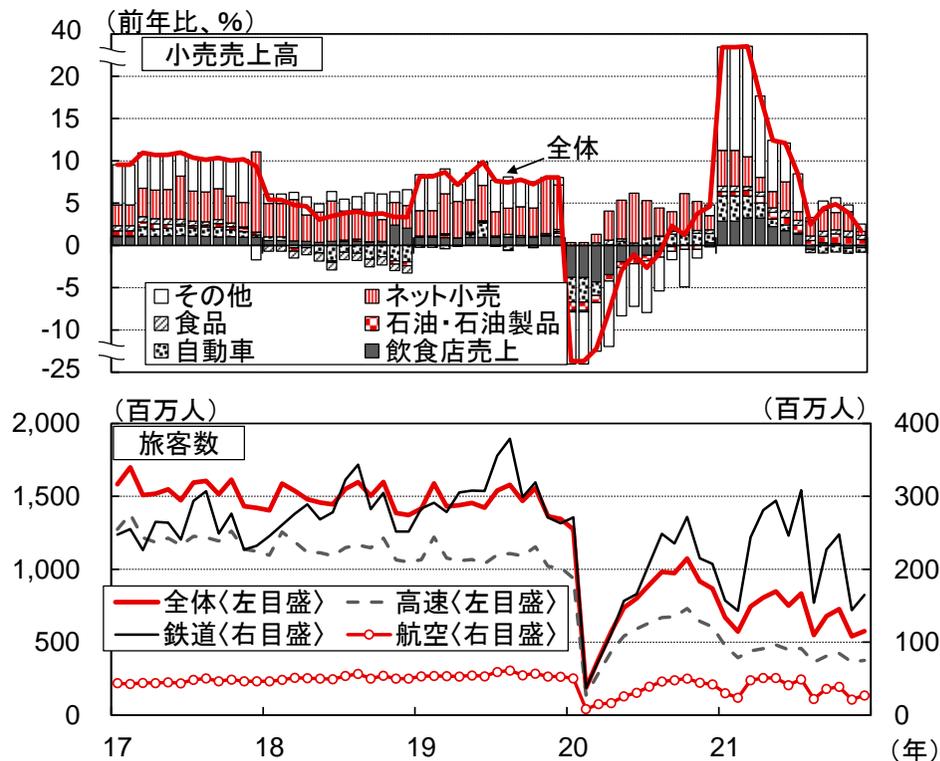
- 昨年10-12月の実質GDP成長率は、前年比+4.0%と弱含みが続くも一定の成長を確保。不動産市場や対面サービスの弱さ等が全体を下押しした一方、自動車販売・生産等が持ち直し。2021年全体でみると、同+8.1%と前年のコロナ禍による低迷からの反動もあり比較的高い成長で着地(昨年3月の全人代で示された成長率目標は同+6.0%以上)。
- 個人消費に関しては厳格なゼロコロナ政策による下押しが続く。小売売上高が昨年12月には前年比+1.7%と低い伸び率に止まるなど足元で減速感が強まっているほか、各地で実施されている移動制限によって旅客数も底這い乃至下落基調。
- 先行き、厳格なゼロコロナ政策の継続による個人消費への下押し圧力は残存、輸出も世界的な財需要の一巡及びサービス需要へのシフトが進むこと等から昨年のような拡大は見込み難いが、政府による景気安定に向けた政策展開が下支え要因となり、2022年の実質GDP成長率は同+4.7%を確保する見込み。

中国の新規感染者数と実質GDP・輸出の推移



(注) 赤色点線は『実質GDP』の2017~2019年のトレンド線。
 (資料) 中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

中国の小売売上高と旅客数の推移



(注) 『小売売上高』の1,2月は2か月の合計値を2等分したものを使用。
 (資料) 中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (4)アジア・豪州経済 ①中国 (b)政策動向

- 昨年12月、中央経済工作会議が開かれ、今秋の共産党大会で異例の3期目入りを目指す習近平政権は経済・社会の安定を重視する方針を明示。第1項目に効果的なマクロ政策の実施が掲げられており、更なる金融緩和や昨年を上回る地方専項債発行枠の設定等が実施される可能性あり。また、第2、3項目に金融市場の安定や不動産市場の発展が掲げられており、足元低迷している不動産市場を踏まえ、引き続き不動産市場を下支えする政策を打ち出す可能性が高い。
- 他方、ゼロコロナ政策の継続は中国経済にとって大きなリスクの1つ。感染者数が先進国比桁違いに少ない中でも一部でロックダウンを実施。過去の武漢市の例を参考に、仮に今後も相応にロックダウンが実施されるとして試算すると、中国全体で名目GDPが約▲1.4%ポイント下振れ。今秋に共産党大会を控える中、ウィズコロナへ政策を転換する可能性は低いと考えられ、ゼロコロナ政策自体が景気を腰折れさせる可能性がある点には要注意。

2021年中央経済工作会議の概要

1.安定的、効果的なマクロ経済政策の実施 ・引き続き積極的な財政政策と緩和的な金融政策を実施	7.社会保障制度等の充実 ・新たな出産・育児政策の実施を促進し、人口の高齢化に対応
2.各種施策による市場の活性化 ・市場参加者の信頼を向上。デフォルトの効率的な管理を実施	共同富裕実現のための戦略的目標と実践 ・共同富裕を実現するために、経済全体のパイを大きくし次に合理的な制度を決定する
3.構造改革による経済循環の円滑化 ・構造改革を深化させることによる国内大循環を円滑化 ・「住宅は住むものであり、投機するものではない」という方針は不変だが、不動産業界の好循環と健全な発展を促進	資本に関する行動規律 ・法に則り効果的に資本への監督を強化し、資本の無秩序な成長を防ぐ
4.科学技術政策の着実な実施 ・科学技術制度改革の3年行動計画を実施し、戦略的科学技術力を強化	一次産品の供給保障 ・資源生産能力の向上、高度な鉱業技術の開発。高水準な農地の建設を促進
5.改革開放政策の活性化 ・ハイレベルな対外開放を拡大し、海外からより多くの投資を呼び込む	重大リスクの防止と解消 ・金融リスクを解決するための方針を研究、策定。各組織の協力を推進
6.地域政策の更なる強化 ・農村の活性化を促進し、新しい都市建設の質を向上	炭素排出ピークアウト、カーボンニュートラル ・既存エネルギーからの段階的な撤退は新エネルギーの安全・信頼が前提

ロックダウンの拡大が経済に与える影響の試算

		湖北省			
		武漢市	孝感市	その他	
	名目GDP(2020年、兆元)	4.3	1.6	0.2	2.6
A	武漢市の2020年1-3月期の名目GDP成長率の試算(前年比、%)	▲36.7	▲59.2	▲24.2	▲24.2
B	2017~2019年の平均名目GDP成長率(前年比、%)	10.9	10.9	13.5	
C	武漢市の本来の成長軌道からの下押し(%) ($((1+A) \div (1+B) - 1)$)	▲62.3 → ▲27.5 (69日間) (30日間)			
		ロックダウンが実施される都市			
D	名目GDPに占める割合(%)	1.0			
E	ロックダウンの期間	30日と仮定			
F	ロックダウンによる下押し(通年)(%)、(C÷4)	▲6.9(四半期: ▲27.5)			
G	ロックダウンが行われる都市数(年間、個)	20			
H	中国経済全体への下押し(%)、(D×F×G)	▲1.4			

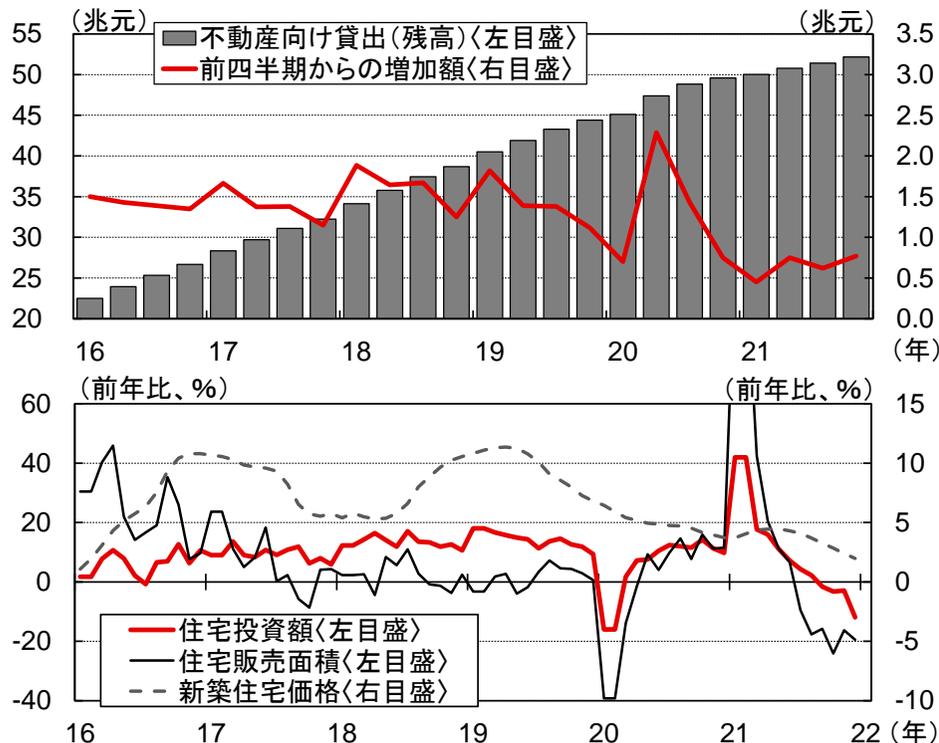
(注)太線で囲われた7つが「重点項目」、その他は「正しい理解と把握が必要である」項目。
(資料)各種報道等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(注)1. 上段の下線は試算または仮定。『武漢市』の成長率は『その他』が『孝感市』と同様、本来の成長率は2017~2019年の平均成長率と仮定。
2. 『ロックダウンが実施される都市』の名目GDPを西安市と同じと仮定。
(資料)中国国家統計局統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (4)アジア・豪州経済 ①中国 (c)不動産

- 不動産価格高騰を抑制するための各種規制強化により昨年後半から不動産向け貸出の増加幅は縮小傾向。足元でも貸出が小幅な増加に止まっている中、恒大集団の資金繰り悪化により消費者心理が悪化したこと等を背景に、昨年12月の住宅投資、住宅販売面積は夫々前年比▲11.9%、同▲19.4%と減少が継続。新築住宅価格も伸びの鈍化が続く。
- このような状況を受け、1月には国有不動産企業が資金繰り難の民間不動産企業から資産を買収する場合、それに伴う負債は3つの定量審査基準の判定から除外すると政府が通知したとの報道あり。
- 先行き、都市化率等から推定される潜在的な住宅需要が依然相応にあることや政府が不動産市場を支援する姿勢を明確にしていること等から、不動産市況は徐々に持ち直しに転じる見込み。但し、中国の民間債務部門残高が過去最高水準で推移している点は、今後ともリスクとして要注意。

中国の住宅関連指標と不動産向け貸出の推移



(資料)中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

中国の不動産関連規制の動向

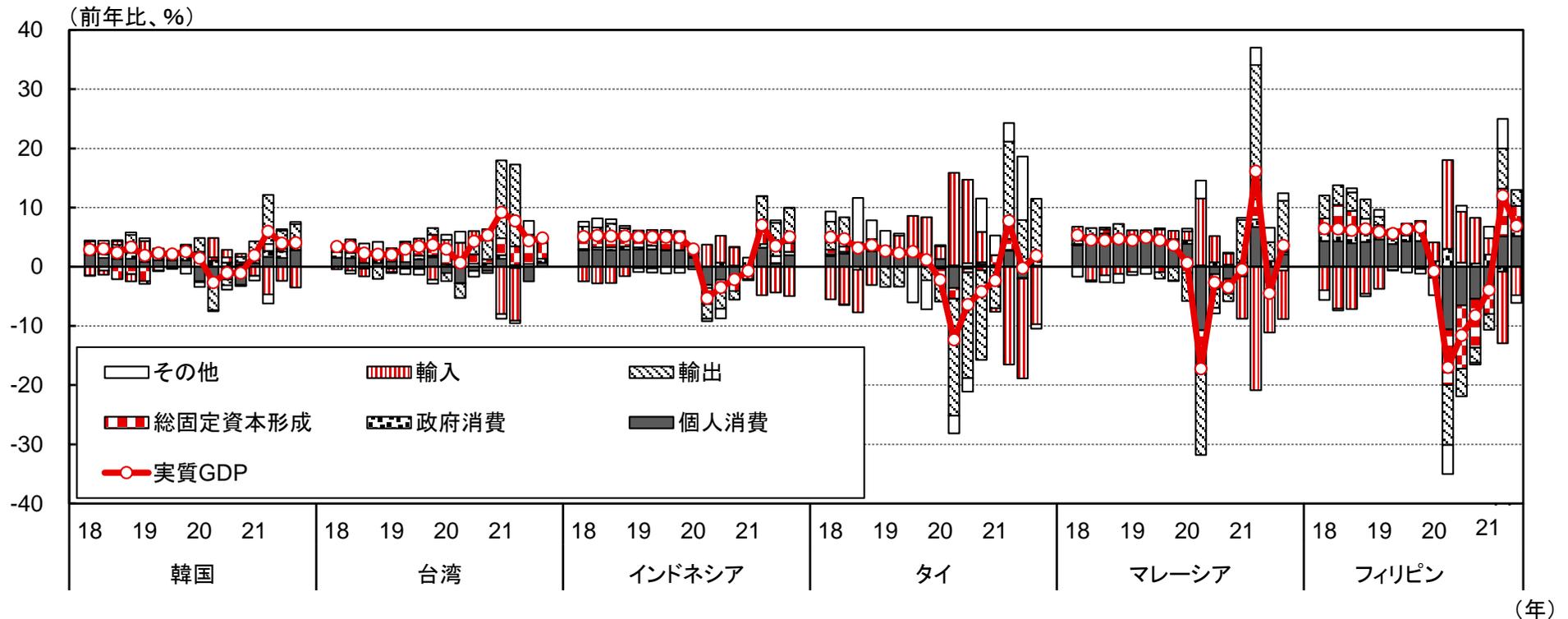
2020年 8月	・中国政府が不動産開発会社に対し、3つの定量審査基準(①前受金等を除いた資産負債比率、②純負債自己資本比率、③現預金対短期有利子負債比率)を設定
12月	・商業銀行に対し不動産関連融資の集中度管理制度を導入
2021年 7月	・一部地域で住宅ローン金利を引き上げ
9月24日	・中国人民銀行の金融政策委員会で「不動産市場の健全な発展を守るほか、住宅消費者の合法的な権益を保護する」と表明
10月28日	・国家発展改革委員会が大手不動産企業に、外債建社債の償還や利払いを着実に履行するよう指導
12月6日	・中央政治局会議で「不動産業の健全な発展と好循環を促す」とし、不動産規制の修正を示唆
12月10日	・中央経済工作会議で示された2022年の重点項目において金融市場の安定や不動産市場の発展を掲げる
2022年 1月	・国有不動産企業が資金繰り難に直面する民間不動産企業から資産を買収した場合、買収に伴う負債は3つの定量審査基準判定基準から除外すると政府が通知したとの報道あり
1月10日	・中国政府が国有企業に対して資金繰りが悪化している民間不動産企業の資産を買収するように命じたとの報道あり
2月8日	・中国人民銀行が家賃を抑えた公共住宅向けの融資を融資制限措置の対象から除外すると表明

(資料)各種報道等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (4)アジア・豪州経済 ②その他アジア (a)概況

- NIEs、ASEAN(主要5カ国)の昨年10-12月期の実質GDP成長率は各々前年比+4.8%、同+4.7%。昨夏のデルタ株の蔓延が落ち着きNIEs、ASEAN各国で行動制限が緩和されたことで個人消費を中心に持ち直し。
- NIEs、ASEANでもオミクロン株の感染が拡大しているが、人出の減少幅は小さく景気への影響は限定的。各国は「ウィズコロナ」政策を志向しており、先行きは行動制限の緩和が一層進むことで個人消費は回復基調を維持する見通し。輸出についても海外経済の拡大を背景に底堅く推移するとみられる。
- 足元のウクライナ情勢悪化は、エネルギー価格上昇等を通じ景気の下押し要因とはなるものの、現時点では腰折れに繋がるほどのインパクトは想定されず。2022年のNIEsの実質GDP成長率は、昨年の高い成長率の要因となったコロナ禍による落ち込みの反動は剥落するものの、前年比+3.3%と堅調な成長が続く見込み。他方、ASEANはコロナ禍からの回復が遅れていたが、今年は漸く回復基調が安定化、ペントアップ需要等もあり同+5.6%と昨年を上回る高目の伸びを予想。

アジア主要国・地域の実質GDPの推移

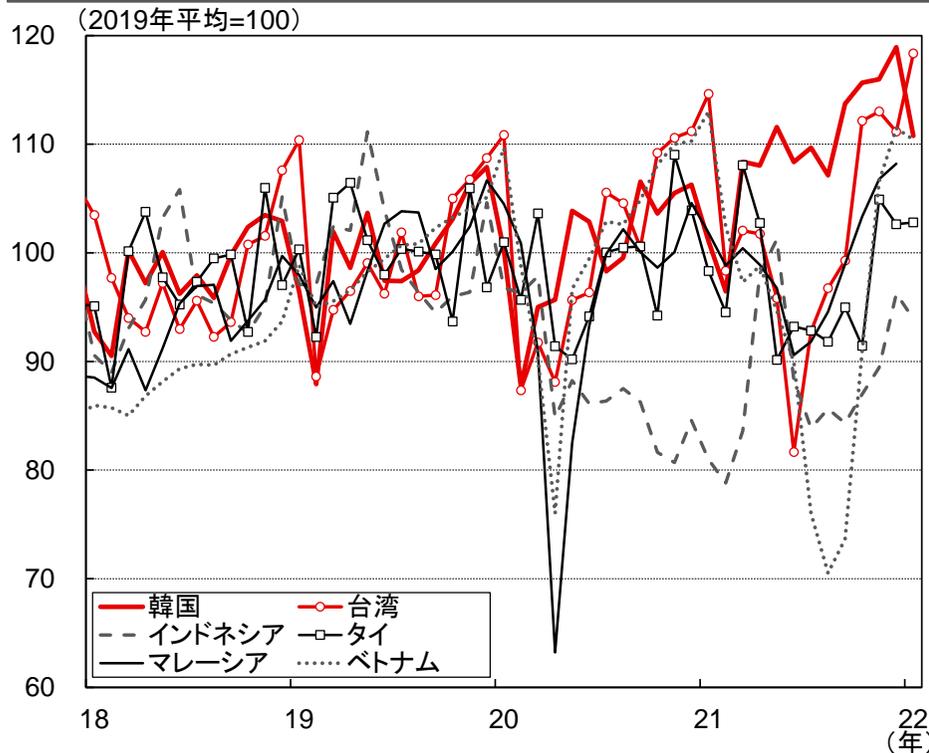


(資料)各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (4)アジア・豪州経済 ②その他アジア (b)個人消費

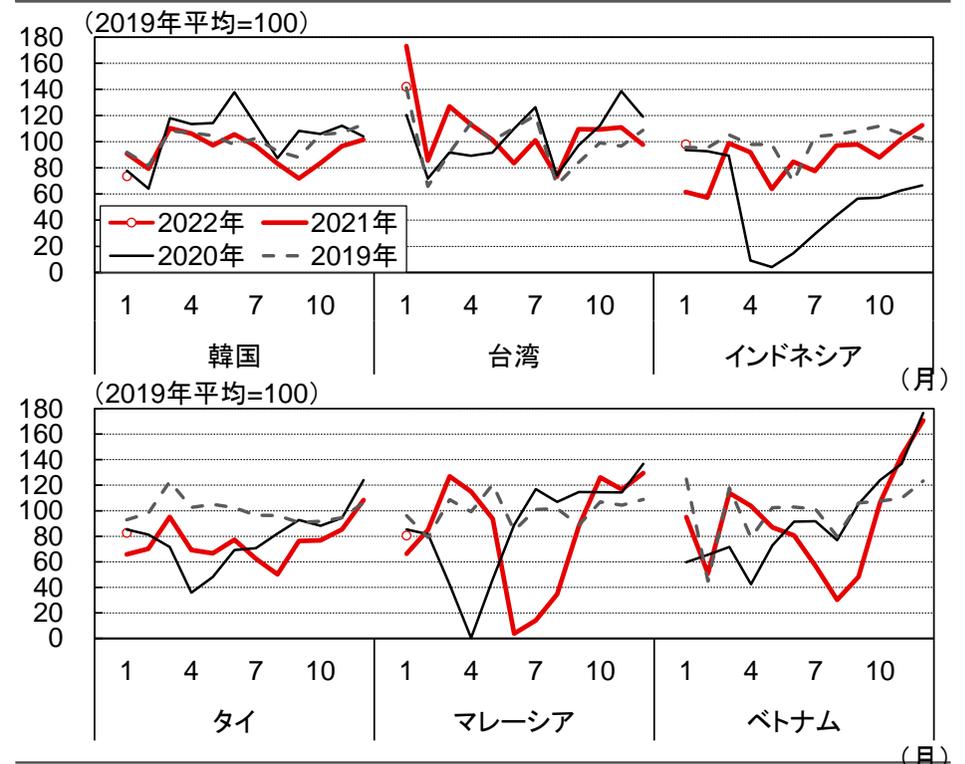
- 小売売上高をみると、持ち直しのペースに各国差があるものの総じて回復基調を維持。昨夏のデルタ株蔓延時には行動制限強化により各国で大幅な減少がみられたが、感染拡大がピークアウトし行動制限緩和に伴い人出が回復したことで消費は回復基調が明確に。自動車販売は、世界的な半導体不足等による供給面の懸念が残るものの、総じて回復が続く。
- 足元では感染拡大を受け一時的に行動制限が強化されているものの、人出の減少幅は小さく、先進国の事例から感染の拡大も早晚ピークアウトすると想定される。各国は「ウイズコロナ」政策を志向しており、個人消費は回復を続ける見込み。

アジア主要国・地域の小売売上高の推移



(注)『タイ』は個人消費指数。
(資料)各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

アジア主要国・地域の自動車販売台数の推移

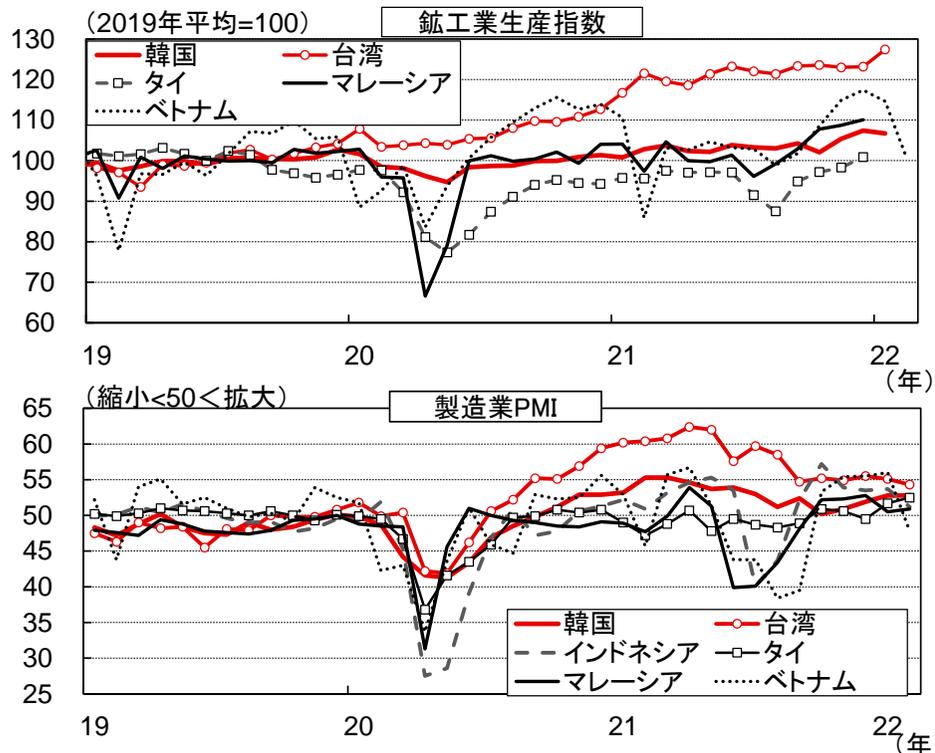


(資料)各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (4)アジア・豪州経済 ②その他アジア (c)企業、輸出

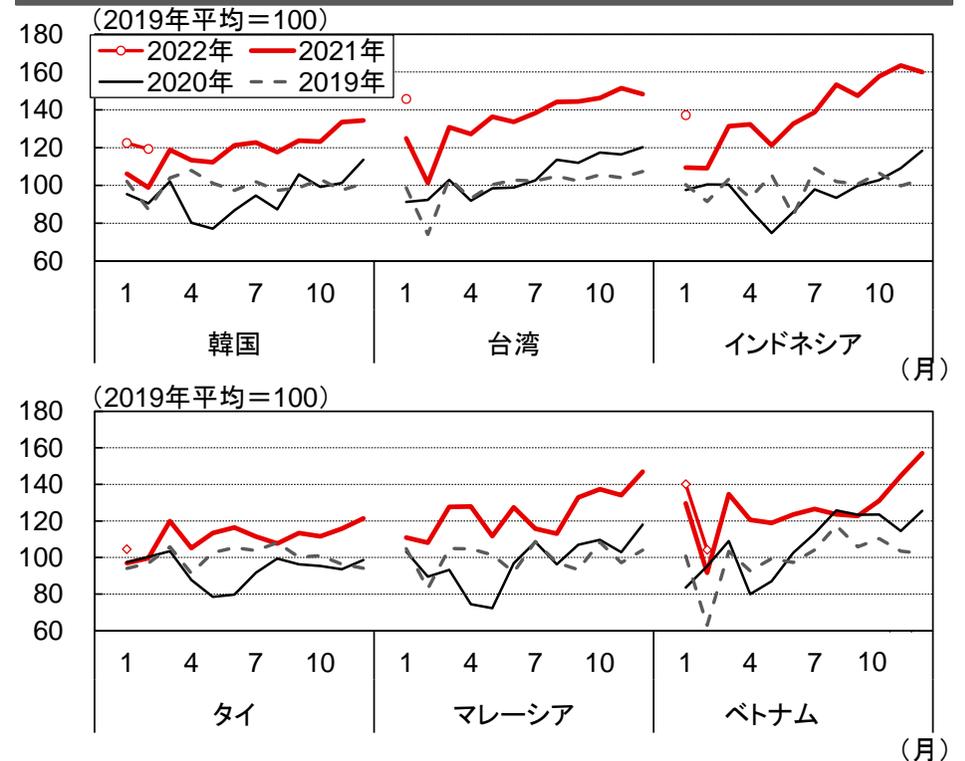
- 各国の鉱工業生産指数をみると、昨夏のデルタ株の感染拡大に伴う下落から持ち直す動きが続き、総じてコロナ禍前の2019年の水準を上回る。特に台湾では世界的な半導体需要の好調を追い風に一段と高い水準で推移。また、各国の製造業PMIもほとんどの国で好不況の境目である50を上回っており企業活動は底堅く推移。
- また、各国の輸出は、世界的にオミクロン株が蔓延する中でも、半導体や機械類、化石燃料を中心に好調を維持。
- 先行き、財需要の急速な拡大が一巡するため、アジア各国の輸出も昨年に比べるとやや減速するものの、世界経済の回復持続を受け底堅さは維持する見込み。

アジア主要国・地域の鉱工業生産と製造業PMIの推移



(資料)各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

アジア主要国・地域の輸出の推移

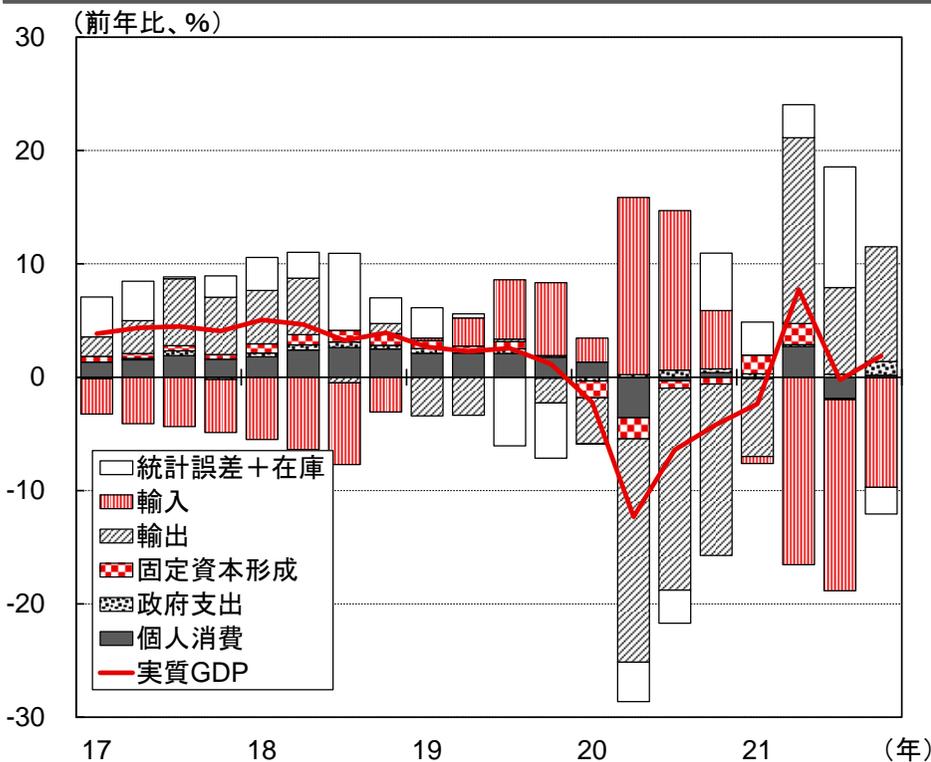


(資料)各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (4)アジア・豪州経済 ②その他アジア (d)タイ

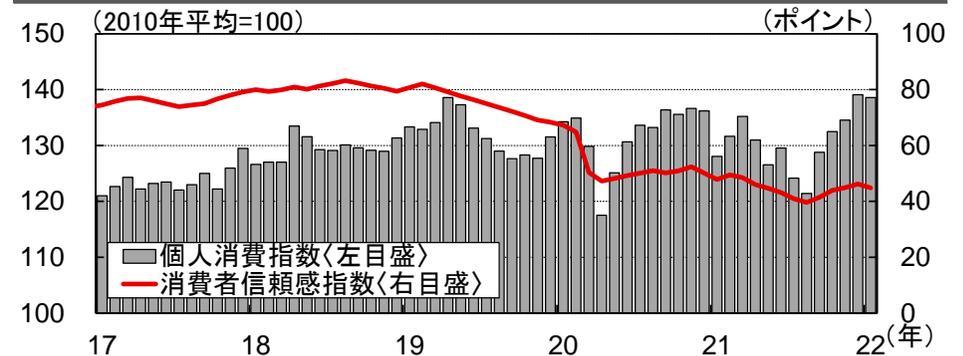
- 昨年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+1.9%とプラス転化。感染拡大のピークアウトに伴い、行動制限の緩和が進み個人消費が小幅ながらプラスとなったことに加えて輸出が再加速したことも寄与。
- 個人消費は昨年後半以降持ち直しが続いており、コロナ禍前程度まで回復。外国人来訪者は依然少なくサービス輸出の回復は鈍いが、旺盛な海外の需要を背景として財輸出については引き続き好調に推移。
- 足元で拡大が続くオミクロン株の動向には引き続き注意を要するが、経済活動再開を進める方針は維持されており、今後も個人消費の持ち直しは続く見込み。加えて、財輸出は引き続き底堅さを維持するとみられ、2022年の実質GDP成長率は前年比+3.8%と予想される。但し、主要産業の観光業は、政府が積極的に再開を進めているものの早期の本格回復は依然見込み難く、実質GDP全体の水準はコロナ禍前の2019年を下回るなどASEANの中でもとりわけ回復が遅い。

タイの実質GDPの推移



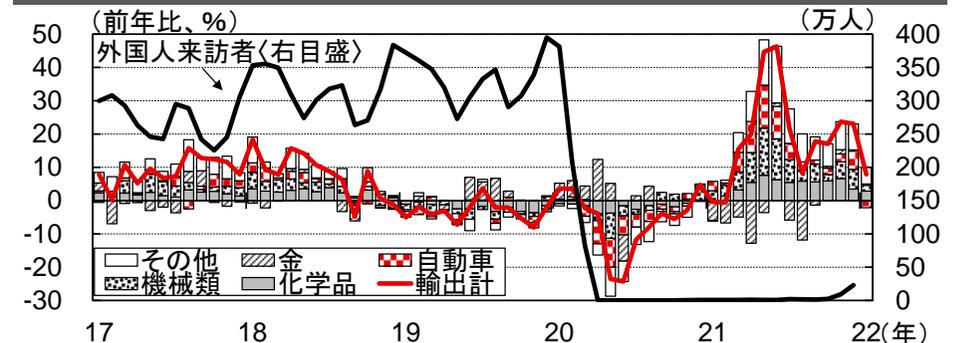
(資料)タイ国家経済社会開発局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

タイの個人消費と消費者信頼感の推移



(資料)タイ中央銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

タイの輸出と外国人来訪者の推移

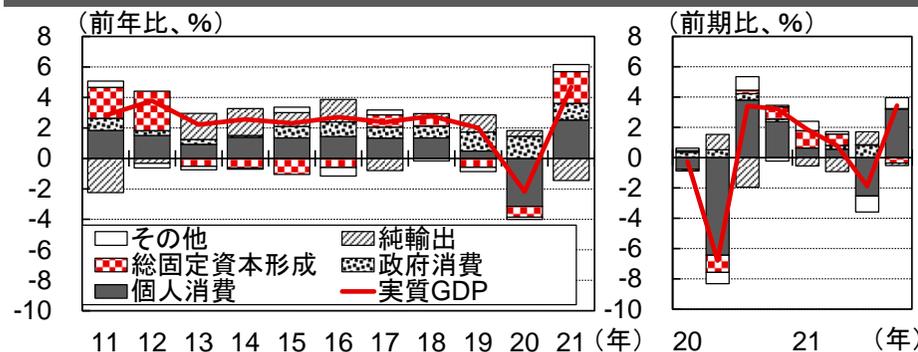


(資料)タイ商務省、観光庁統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (4)アジア・豪州経済 ②その他アジア (e)豪州

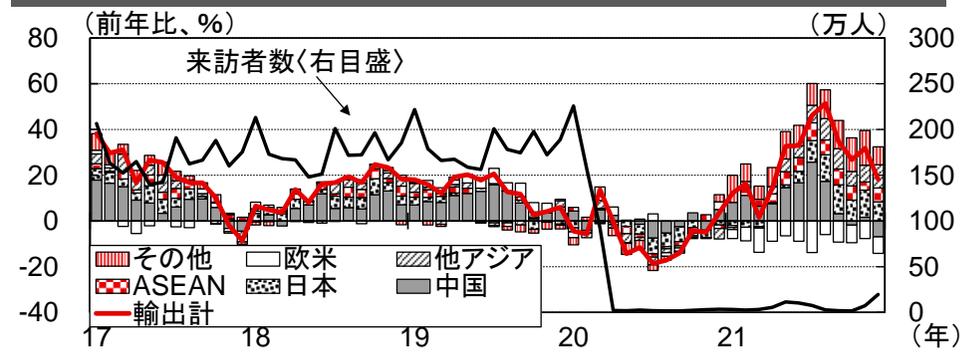
- 昨年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+3.4%と2四半期ぶりにプラス転化。都市部で続いていた行動制限が緩和されたことで個人消費が大幅に持ち直し。
- 小売売上高は、昨年6月頃からのデルタ株感染拡大時に一旦落ち込んだものの、昨年後半には持ち直し基調に転化。外需は、海外からの来訪者数が依然低位でサービス輸出の回復は遅れているものの、財輸出は、日本を始めとしたアジア向けの石炭・鉄鉱石等が好調で、全体として堅調に推移。
- 今年に入りオミクロン株の感染が急拡大。1月には製造業PMIが50を割りこむなど影響がみられるものの、「ウィズコロナ」の政策は維持されており労働市場等の回復は継続。既に感染拡大はピークアウトしており、今後も各種規制の緩和が進むとみられることから、2022年の実質GDP成長率は前年比+4.0%となる見通し。

実質GDPの推移



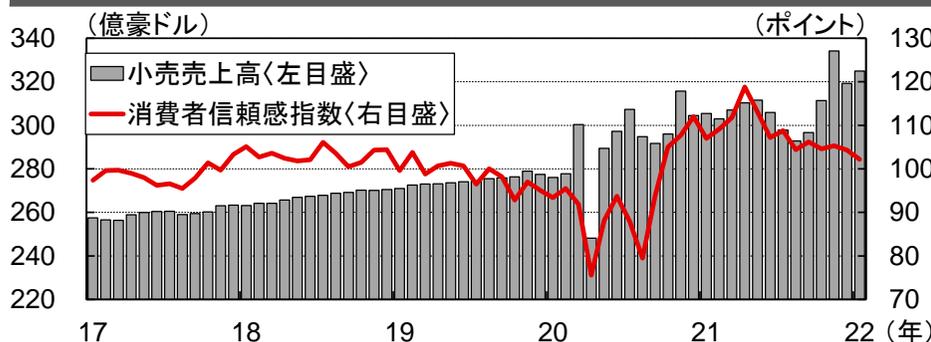
(資料) 豪州統計局銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

豪州の輸出・来訪者数の推移



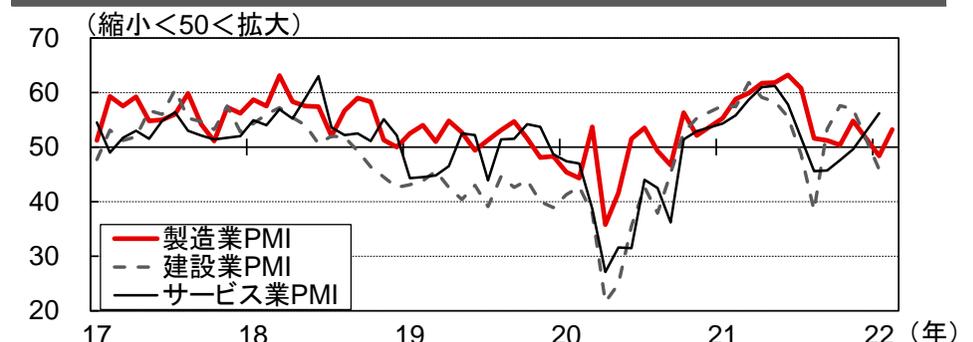
(資料) 豪州統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

豪州の小売売上高・消費者信頼感指数の推移



(資料) 豪州統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

豪州のPMIの推移

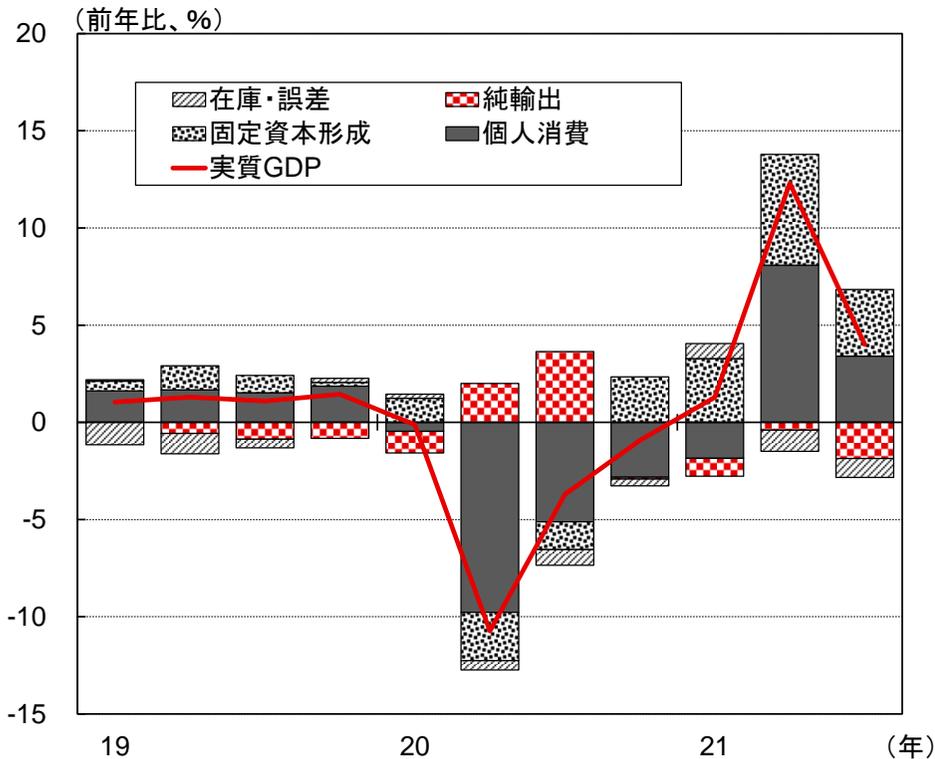


(資料) 豪州産業グループ統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (5)中南米経済 ①ブラジル

- 昨年7-9月期の実質GDP成長率は前年比+4.0%に鈍化。新規感染者数は6月末以降減少が続いていたものの、干ばつが農牧畜業の生産を押し下げたほか、高インフレ下での実質所得減少により景気回復は足踏み。10-12月期も消費の低迷は続いており、2021年通年の実質GDP成長率は前年比+4.5%で着地する見込み。
- 12月の消費者物価指数は前年比+10.1%。世界的なエネルギー価格上昇に、干ばつによる水力発電量の低下が加わることで電力価格が引き上げられ、中央銀行のインフレ目標上限(5.25%)を大きく上回って推移。3月以降の累次の利上げにより政策金利は2.00%から10.75%まで上昇しており、先行きもペースは鈍化させつつ利上げは続く見込み。
- 今年に入りオミクロン株により感染が再拡大していたことに加え、ウクライナ危機等を背景とした高インフレ継続とそれに伴う利上げが景気回復の重石となり、2022年の実質GDP成長率は前年比+0.8%に止まる見通し。

実質GDPの推移



(資料)ブラジル地理統計院統計より国際通貨研究所作成

政策金利と消費者物価上昇率の推移

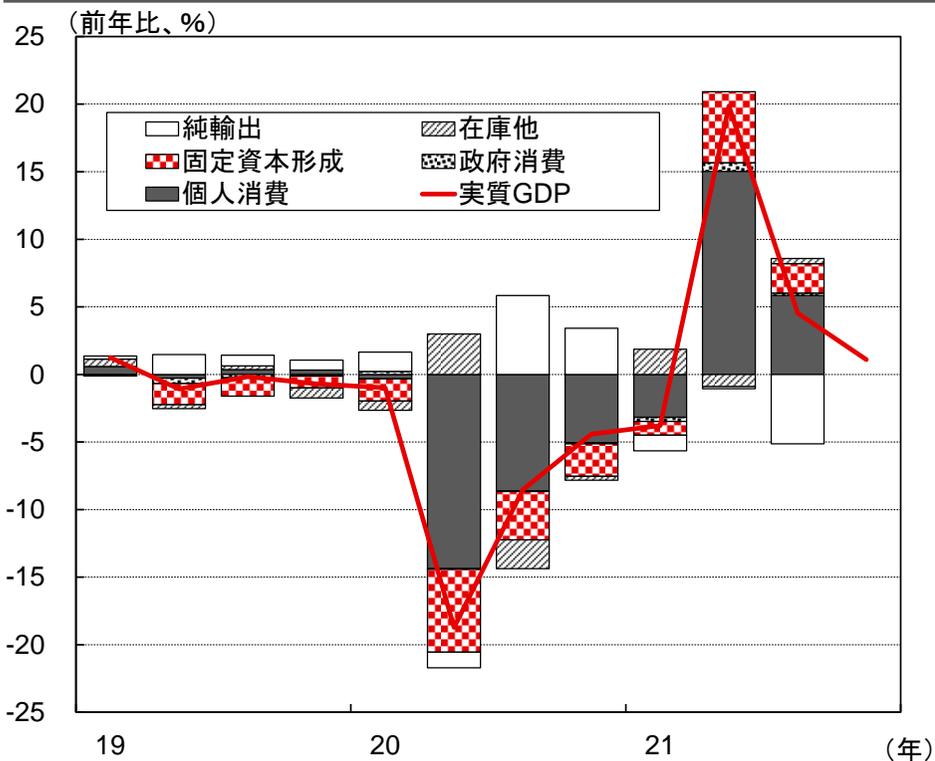


(資料)ブラジル中央銀行統計より国際通貨研究所作成

2. 内外経済見通し(3月) (5)中南米経済 ②メキシコ

- 昨年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+1.1%とプラスを維持したものの伸びは鈍化。高インフレに伴う実質所得の減少もあり、個人消費の回復ペースが弱まったとみられる。
- 1月の消費者物価指数は前年比+7.1%と前月の同+7.4%から鈍化したものの、メキシコ銀行(中央銀行)の物価目標(2~4%)を超過。同行はインフレ抑制のため昨年6月以降、政策金利を4.0%から6.0%に引き上げているが、実質金利は依然マイナスであり利上げは今後も続く見通し。
- 先行き、累次の利上げが景気回復の重石となるうえ、米国の成長率鈍化も加わって、2022年の実質GDP成長率は前年比+1.5%に減速すると予想される。左派政権下で2021年9月から労働者派遣が原則禁止となっており、企業の生産コスト上昇や設備投資・対内直接投資へのマイナス影響にも要注視。

実質GDPの推移



(資料)メキシコ国立地理情報統計院統計より国際通貨研究所作成

政策金利と消費者物価上昇率の推移



(資料)メキシコ銀行、メキシコ国立地理情報統計院統計より国際通貨研究所作成

2. 内外経済見通し(3月) (6)原油価格 ①現状

- 原油価格(WTI期近物、1バレルあたり)は、昨年11月末にはオミクロン株感染拡大による需要下振れ懸念から60ドル台半ばまで急落したが、その後は需要への影響は軽微との見方が強まり、年末にかけて70ドル台後半まで回復。1月以降は、ウクライナ情勢緊迫化等を受け更に上昇し、2月上旬には90ドル台前半に。その後、イラン核合意再建協議の進展期待から一時的に下落するも、一連のウクライナ危機を受けロシアからの原油供給が滞る懸念から急上昇。3月初にIEAが石油戦略備蓄放出を発表するも、その規模は世界の消費量の1日分にも満たないことから影響は限定的となり、足元は110ドル台前半で推移。
- 世界の原油需給をみると、OPECプラスや米国等が供給を増加させているものの、需要の持ち直しも堅調であることから、2020年半ば以降は需要超過傾向が継続。
- 原油先物の投機筋ネットポジションをみると、米国の利上げ加速観測等を受けてリスク回避姿勢が強まっていること等から減少方向で推移。価格の押し上げは、ウクライナ情勢の緊迫化等を受けた実需筋の買いによるものとみられる。

原油価格(WTI期近物)と世界の原油需給バランスの推移



(資料)EIA、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

原油先物/投機筋ネットポジションと原油価格の推移

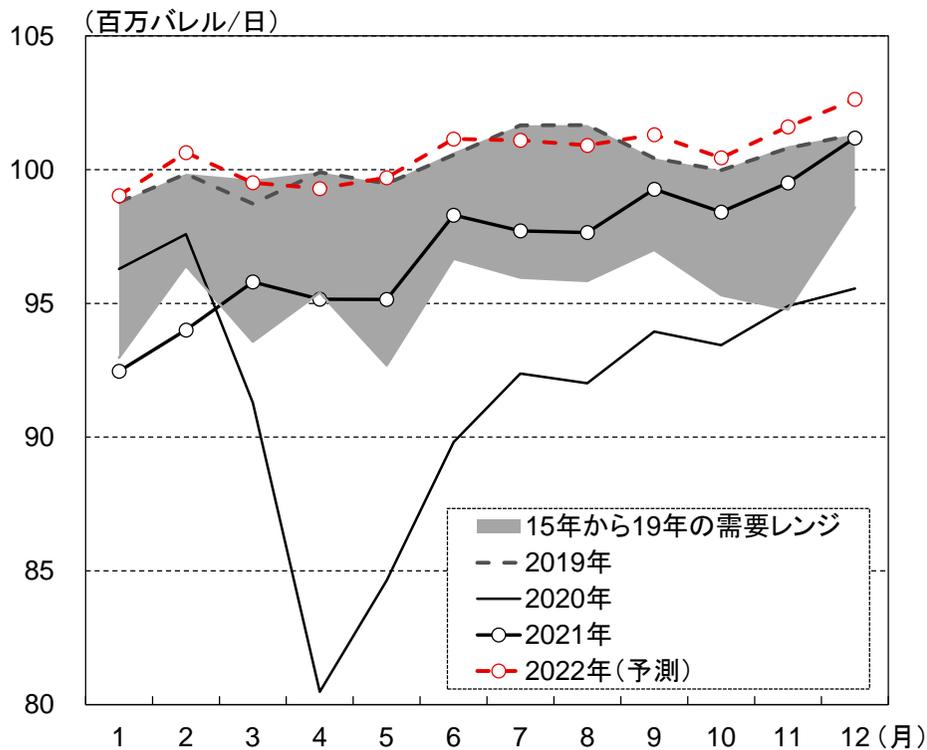


(注)投機筋ネットポジションのデータは2月22日まで、WTI価格は週平均。
(資料)Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (6)原油価格 ②需要

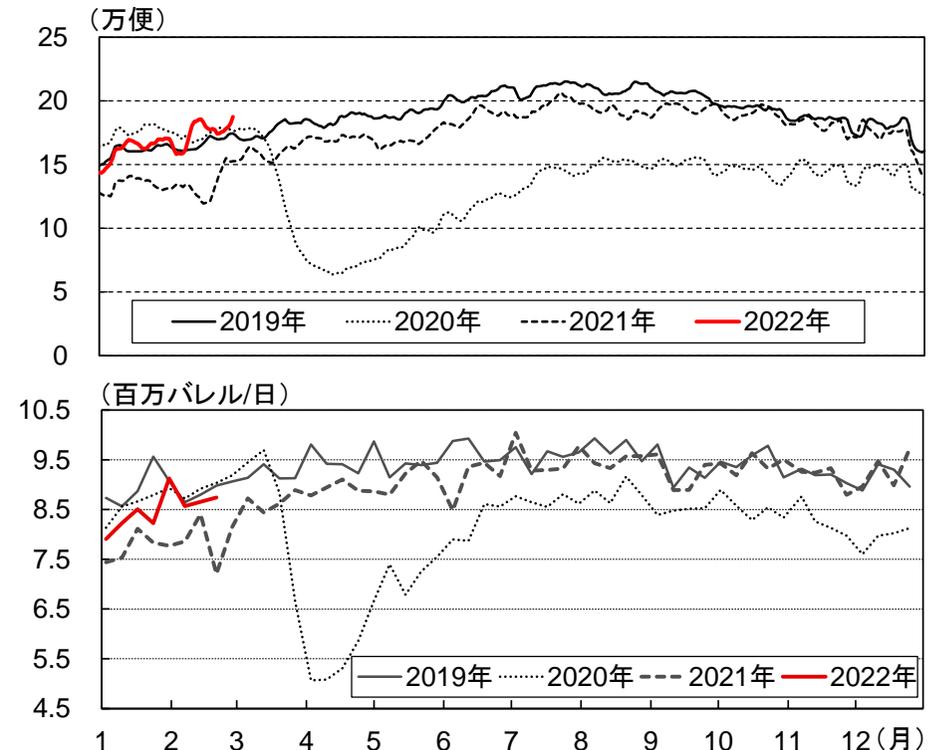
- 原油需要は、2020年のコロナ禍当初には、各国が導入した行動制限により輸送需要(ガソリンや航空燃料用等)を中心に急減したが、その後は経済正常化の動きに伴って持ち直し、昨年末時点ではコロナ禍前の需要レンジの上限まで回復。
- 世界的にオミクロン株の感染拡大が続き、一時的に景気が減速している国・地域があるものの、輸送需要を始め原油需要への影響は限定的。世界の航空機のフライト数や米国のガソリン消費量の推移をみると、足元ではいずれも2019年と同水準にまで回復。
- 今後も原油需要は世界景気の回復に伴い緩やかに増加する見込み。

世界の原油需要の推移



(注)2022年1月は実績値、2月以降はEIA予測。
(資料)EIA、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

世界の航空機フライト数、米国のガソリン消費の推移

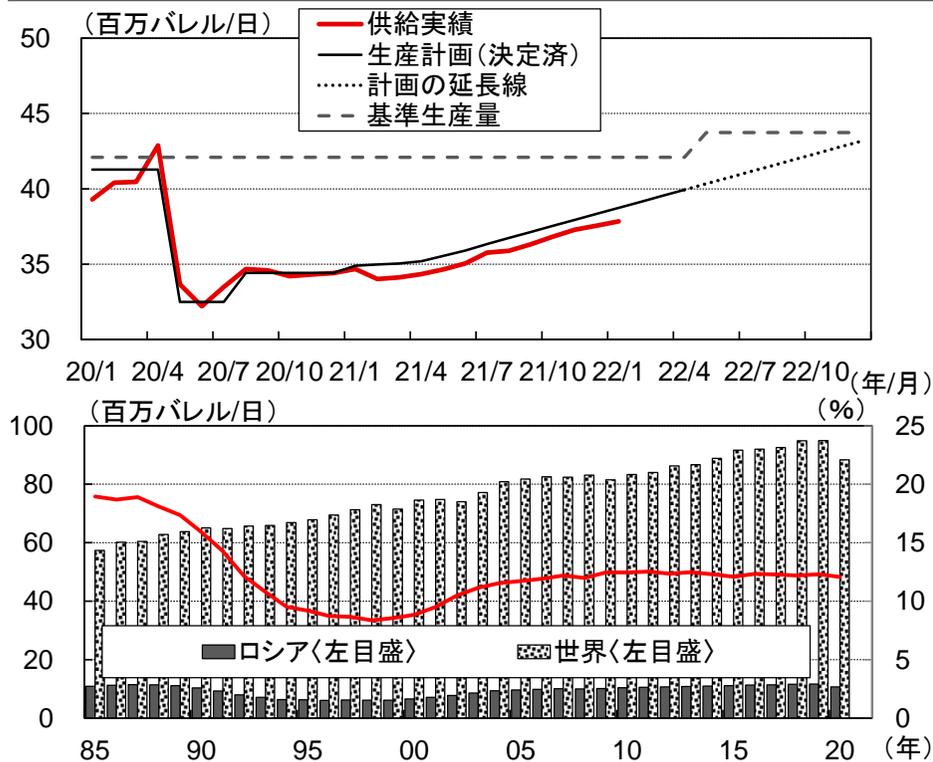


(資料)Flightradar24、EIA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (6)原油価格 ③供給

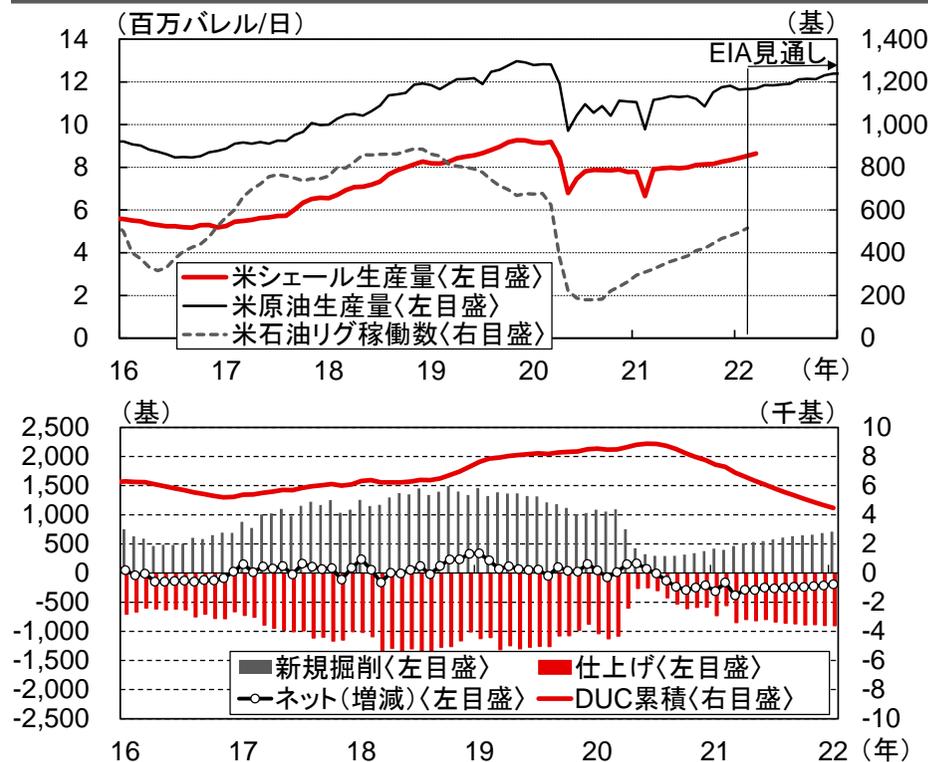
- 今次ウクライナ危機は原油供給の先行きに大きな不透明感をもたらしているが、前述の通り、西側諸国の制裁はロシアとのエネルギー取引全面禁止には踏み込んでおらず、直ちにロシア産原油が世界市場から締め出されるわけではないとみられる。
- この点、ロシアも参加するOPECプラスでは、3月の閣僚級会合で、前月比日量+40万バレルずつの増産計画(うちロシアが約+10万バレル)を4月も維持すると決定。「足元の価格高騰の要因は地政学的リスク」(公表文)との認識であり、供給自体は今の需要に対し現行計画で十分と判断したとみられる。但し、金融制裁によってロシアの貿易全般に制約が掛かることとなるため、ロシア産原油の供給は無傷では終わらないと考えられるほか、一部産油国では過去の投資不足等により供給能力が低下しているとみられることも懸念材料(現にOPECプラスの供給実績は計画を下回る状態が常態化)。
- 米国の石油リグ稼働数は、足元コロナ禍前の7割超の水準まで回復。もっとも、シェール企業は、脱炭素化の潮流を背景に新規投資に慎重で、DUC(掘削済未仕上げ坑井)累積数は減少傾向。先行き、米国の原油増産ペースは引き続き鈍い見通し。

OPECプラスの生産計画・実績、ロシアの原油生産量の推移



(資料) IEA、BP資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

米国の原油・シェールオイル生産量と石油リグ稼働数、DUCの推移

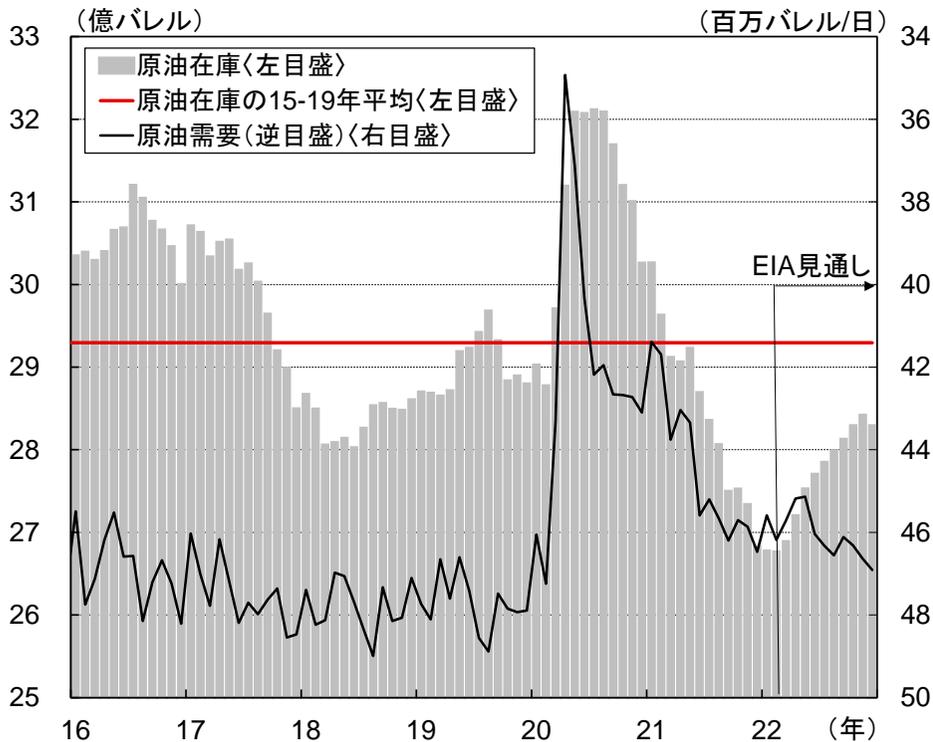


(資料) Baker Hughes、EIA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (6)原油価格 ④在庫・需給バランス

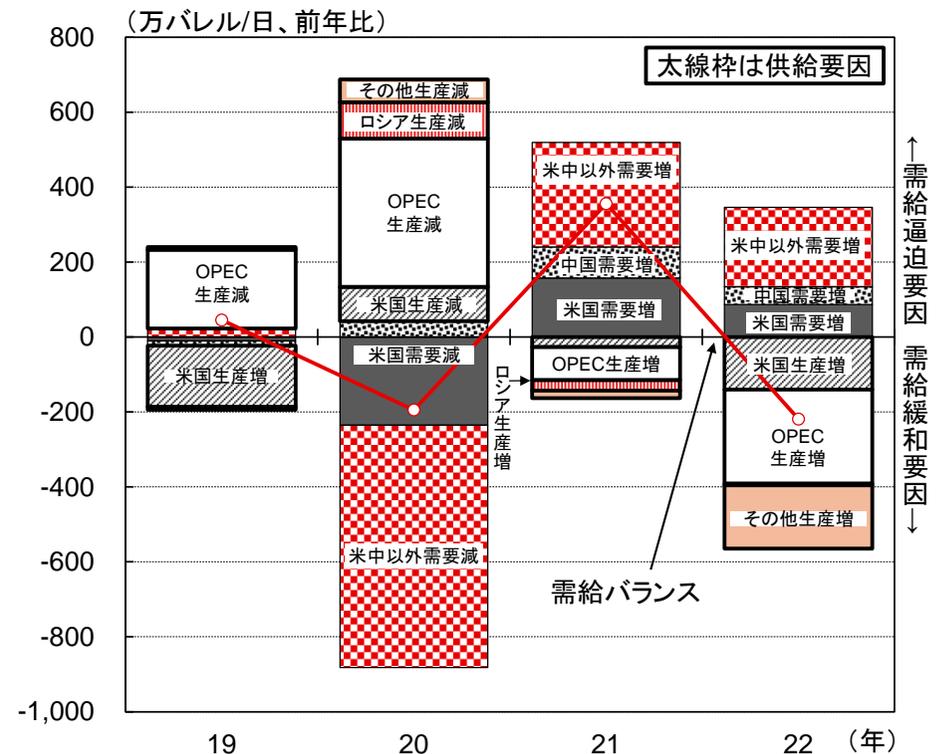
- OECDの商業用原油在庫は、需要超過の継続を受け2020年後半以降減少傾向が続いており、足元の水準はコロナ禍前(2015-2019年)の平均を大きく下回る。
- 今年の需給バランスは、世界経済の回復に伴う需要回復が続くものの、OPECプラスや米国の緩やかな供給拡大を受けて、需要超過から供給超過に転じる見通し。但し、供給超過幅はそれほど大きくならない見込みであり、原油在庫が過去の平均水準に回復するには一定の時間を要することから、供給の不足感は暫く残存するとみられる。

OECDの商業用原油在庫、OECDの原油需要の推移



(資料)EIA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

今後の需給バランスの見通し



(注)2022年は当室見通し。
(資料)EIA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 内外経済見通し(3月) (6)原油価格 ⑤価格の見通し

- 原油価格(WTI期近物)は、元々需給逼迫が続いていた中で、一連のウクライナ危機を受けて大幅に高騰。市場は当面ロシア産原油がグローバル市場から全面的に締め出されるリスクまで織り込む必要はないと見ていると考えられるが、足元の対ロ制裁影響でロシアからの原油供給懸念が意識されやすい地合いが続き、価格は高止まりが続く見込み。
- リスク要因としては、欧米による対ロ制裁の大幅な強化(エネルギーへの禁輸措置等)、最終段階とされるイラン核合意再建協議の帰趨、コロナ禍の展開、脱炭素化に向けた各国政策動向等が挙げられる。
- なお、先物カーブ(WTI1ヵ月先~5年先)は、年明け以降のウクライナ情勢緊迫化などの地政学リスクが意識されたことなどから、足元では1年先は15ドル程度、5年先は10ドル程度、それぞれ上方にシフト。

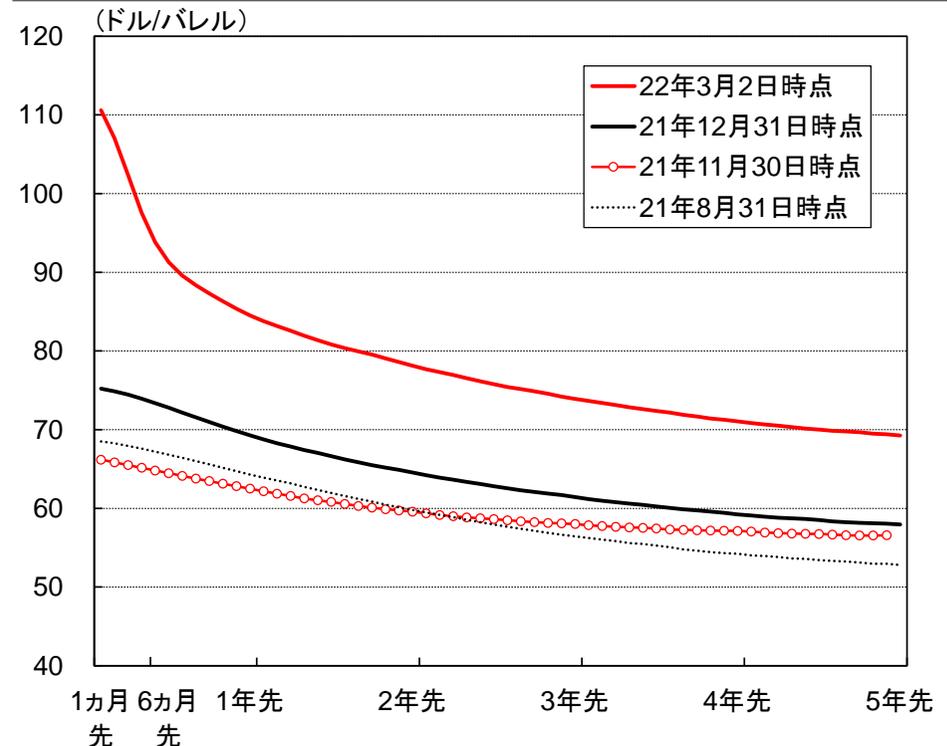
原油価格の見通し

	WTI期近物 (ドル/バレル)	前年比 (%)	ブレント期近物 (ドル/バレル)	前年比 (%)
20年1-3月期	45.8	▲16.6%	50.8	▲20.4%
4-6月期	28.0	▲53.3%	33.4	▲51.2%
7-9月期	40.9	▲27.5%	43.3	▲30.1%
10-12月期	42.7	▲24.9%	45.3	▲27.5%
21年1-3月期	58.1	27.0%	61.3	20.7%
4-6月期	66.1	136.1%	69.1	106.9%
7-9月期	70.5	72.3%	73.2	69.0%
10-12月期	77.1	80.6%	79.7	76.0%
22年1-3月期	93.0	60.0%	96.0	56.6%
4-6月期	100.0	51.3%	103.0	49.1%
7-9月期	95.0	34.7%	98.0	33.8%
10-12月期	90.0	16.7%	93.0	16.7%

見通し

20年	39.3	▲31.0%	43.2	▲32.7%
21年	68.1	73.1%	71.0	64.2%
22年	94.5	38.8%	97.5	37.4%

原油の先物カーブ(WTI)



(注)期中平均価格。

(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

APPENDIX① 各国・地域の成長率見通し一覧

世界経済の見通し総括表

		世界(名目GDPで加重平均)				日本 (年度)	米州					欧州					
		先進国 (表中)	新興国 (表中)	その他	米国		中南米6カ国			ユーロ圏19カ国			英国	ロシア			
							ブラジル	メキシコ	アルゼンチン	ドイツ	フランス	イタリア					
名目GDP (2020年)	兆ドル	132.0	51.1	52.8	28.1	5.3	20.9	8.1	3.2	2.4	0.9	15.9	4.5	3.0	2.5	3.0	4.1
	日本=100	2,484	961	995	528	100	393	153	59	46	18	300	85	57	46	56	77
実質GDP (前年比、%)	2020年 実績	▲3.1	▲4.5	▲1.8	▲3.0	▲4.5	▲3.4	▲6.4	▲3.9	▲8.2	▲9.9	▲6.4	▲4.6	▲7.9	▲8.9	▲9.4	▲3.0
	2021年 実績	5.9	5.2	6.9	5.5	2.5	5.7	6.1	4.5	4.8	9.4	5.2	2.8	6.8	6.5	7.5	4.7
	2022年 見通し	4.0	3.5	4.4	4.2	3.1	3.6	1.4	0.8	1.5	0.0	3.5	3.2	3.5	3.8	3.9	▲2.0
消費者物価 (前年比、%)	2020年 実績	3.2	0.7	3.8	6.5	▲0.5	1.2	7.1	3.2	3.4	42.0	0.3	0.4	0.5	▲0.1	0.9	3.4
	2021年 実績	4.4	3.1	3.7	8.2	0.0	4.7	10.7	8.3	5.7	48.1	2.6	3.2	2.1	1.9	2.6	5.9
	2022年 見通し	4.8	4.1	4.6	6.6	1.4	4.6	8.7	6.0	5.0	40.0	4.6	4.8	3.8	4.7	6.3	12.0

		アジア・オセアニア														
		アジア11カ国・地域													豪州	
		中国	インド (年度)	NIEs4カ国・地域					ASEAN5カ国							
韓国	台湾			香港	シンガポール	インドネシア	タイ	マレーシア	フィリピン	ベトナム						
名目GDP (2020年)	兆ドル	45.3	24.2	9.0	4.6	2.3	1.3	0.4	0.6	7.5	3.3	1.3	0.9	0.9	1.1	1.3
	日本=100	852	455	169	87	44	25	8	11	140	62	24	17	17	20	25
実質GDP (前年比、%)	2020年 実績	▲0.8	2.3	▲7.3	▲0.8	▲0.9	3.1	▲6.1	▲5.4	▲3.4	▲2.1	▲6.1	▲5.6	▲9.6	2.9	▲2.4
	2021年 実績	7.0	8.1	9.5	5.3	4.0	6.3	6.4	7.2	3.3	3.7	1.6	3.1	5.6	2.6	4.7
	2022年 見通し	5.4	4.7	8.1	3.3	3.1	3.4	3.2	4.2	5.6	5.2	3.8	6.3	6.8	7.6	4.0
消費者物価 (前年比、%)	2020年 実績	2.9	2.5	6.2	0.2	0.5	▲0.2	0.3	▲0.2	1.4	2.0	▲0.8	▲1.1	2.6	3.1	0.8
	2021年 実績	2.1	0.9	5.1	2.2	2.5	2.0	1.5	2.3	2.0	1.6	1.2	2.5	4.4	1.8	2.9
	2022年 見通し	2.9	2.2	5.4	2.3	2.5	1.9	2.0	2.5	2.8	3.0	2.0	2.1	3.4	3.4	2.7

(注)1. 『2021年』の『ブラジル』、『アルゼンチン』の『実質GDP』は見込み値。

2. 『名目GDP』は、購買力平価ベース。

3. 『消費者物価』は、『日本』が生鮮食品を除く総合、『ユーロ圏』と『英国』がEU統一基準インフレ率(HICP)。

4. 『日本』、『インド』の掲載数値は、『日本』の『名目GDP』を除き年度(4月～翌年3月)ベース。

5. 『世界』、『先進国』、『新興国』は、『日本』は暦年、『インド』は『名目GDP』のみ年度、その他は暦年の数値を基に計算。

6. 『先進国』は、『日本』、『NIEs4カ国・地域』、『オーストラリア』、『米国』、『ユーロ圏19カ国』、『英国』。『新興国』は、『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米6カ国』、『ロシア』。

7. 『中南米6カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ペルー。

(資料)各国統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

APPENDIX② 日本経済・金融見通し総括表

日本経済の見通し総括表(2021年10-12月期のGDP統計(1次速報値)反映後)

	見通し →															
	2020				2021				2022				2023	2020年度	2021年度	2022年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
1. 実体経済																
実質GDP(前期比年率、%)	1.8	▲ 28.2	23.0	7.5	▲ 2.1	2.4	▲ 2.7	5.4	▲ 0.1	6.6	3.4	2.2	1.4	▲ 4.5	2.5	3.1
個人消費	3.3	▲ 30.3	23.1	6.4	▲ 3.1	2.8	▲ 3.7	11.2	▲ 2.0	8.0	3.6	2.2	1.0	▲ 5.4	2.7	3.7
住宅投資	▲ 18.2	▲ 0.2	▲ 17.4	▲ 0.3	3.5	4.2	▲ 6.3	▲ 3.7	▲ 2.4	0.8	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 7.8	▲ 1.4	▲ 1.3
設備投資	11.3	▲ 25.0	▲ 1.6	4.9	1.6	8.2	▲ 9.2	1.6	6.1	8.2	5.3	3.2	3.2	▲ 7.5	1.5	4.4
在庫投資(寄与度)	▲ 0.2	1.6	▲ 1.8	▲ 0.8	0.5	0.0	0.4	▲ 0.5	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1
公的需要	▲ 0.4	4.2	7.9	3.8	▲ 3.1	▲ 0.5	0.9	▲ 3.4	0.5	2.2	1.9	1.6	1.3	3.0	▲ 0.1	1.0
うち、公共投資	▲ 3.7	15.9	4.0	8.5	▲ 6.4	▲ 12.7	▲ 11.4	▲ 12.4	▲ 7.8	2.8	3.2	3.2	3.2	5.2	▲ 7.9	▲ 1.6
純輸出(寄与度)	▲ 0.7	▲ 9.8	11.2	3.1	▲ 0.4	▲ 0.3	0.4	0.8	▲ 0.4	0.3	0.1	0.1	0.0	▲ 0.6	1.0	0.2
財貨・サービスの輸出	▲ 17.3	▲ 54.4	39.9	50.0	9.1	13.0	▲ 1.1	3.9	2.0	6.1	2.4	2.0	1.6	▲ 10.5	12.5	3.1
財貨・サービスの輸入	▲ 13.7	▲ 6.4	▲ 25.3	24.0	12.4	15.9	▲ 3.7	▲ 1.1	4.5	4.5	1.8	1.6	1.4	▲ 6.7	6.3	2.2
名目GDP(前期比年率、%)	2.8	▲ 26.6	22.2	5.2	▲ 1.6	0.9	▲ 4.1	2.0	3.3	5.8	6.4	▲ 0.8	6.4	▲ 3.9	1.3	3.6
GDPデフレーター(前年比、%)	0.9	1.4	1.1	0.2	▲ 0.1	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 0.8	▲ 0.5	0.7	0.6	1.1	0.6	▲ 1.1	0.5
鉱工業生産(前期比、%)	0.0	▲ 16.8	9.0	5.7	2.9	1.1	▲ 3.7	1.0	0.3	3.1	0.8	0.7	0.6	▲ 9.5	5.8	4.0
国内企業物価(前年比、%)	0.6	▲ 2.2	▲ 0.8	▲ 2.2	▲ 0.3	4.6	6.1	8.8	8.5	6.0	4.4	2.9	0.8	▲ 1.4	7.0	3.5
消費者物価(除く生鮮食品、前年比、%)	0.7	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.6	0.0	0.4	0.3	1.8	1.5	1.3	1.0	▲ 0.5	▲ 0.0	1.4
2. 国際収支																
貿易収支(10億円)	583	▲ 1,472	1,229	2,436	1,437	998	▲ 211	▲ 544	▲ 700	▲ 1,857	▲ 1,524	▲ 2,119	▲ 570	3,902	▲ 457	▲ 6,069
経常収支(10億円)	4,410	1,697	3,623	5,922	4,626	4,719	2,832	3,183	2,743	1,589	2,067	1,714	3,368	16,302	13,476	8,738
3. 金融																
無担保コール翌日物(%)	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
3ヵ月物ユーロ円TIBOR(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
10年物国債利回り(%)	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2
円相場(円/ドル)	109	108	106	104	106	109	110	114	115	116	116	116	116	106	112	116

(注)『無担保コール翌日物』は、取引金利(期末月の月中平均値)。『3ヵ月物ユーロ円TIBOR』、『10年物国債利回り』、『円相場』は、期中平均値。
 (資料)各種統計、Bloomberg等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

APPENDIX③ 米国経済・金融見通し総括表

米国経済の見通し総括表

	2020				2021				2022				2020年	2021年	2022年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
1. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、%）	▲ 5.1	▲ 31.2	33.8	4.5	6.3	6.7	2.3	7.0	▲ 0.5	3.8	5.9	4.2	▲ 3.4	5.7	3.6
個人消費	▲ 6.9	▲ 33.4	41.4	3.4	11.4	12.0	2.0	3.1	0.6	2.2	3.3	4.2	▲ 3.8	7.9	2.8
住宅投資	20.3	▲ 30.8	60.0	34.4	13.3	▲ 11.7	▲ 7.7	1.0	8.2	▲ 9.0	▲ 1.7	0.0	6.8	9.1	▲ 1.6
設備投資	▲ 8.1	▲ 30.3	18.7	12.5	12.9	9.2	1.6	3.1	6.8	7.9	8.5	5.5	▲ 5.3	7.4	5.9
在庫投資（寄与度）	▲ 0.5	▲ 4.0	6.8	1.1	▲ 2.6	▲ 1.3	2.2	4.9	▲ 2.9	▲ 0.7	1.5	0.2	▲ 0.6	0.3	0.5
政府支出	3.7	3.9	▲ 2.1	▲ 0.5	4.2	▲ 2.0	0.9	▲ 2.6	0.5	11.6	5.7	3.1	2.5	0.5	2.6
純輸出（寄与度）	▲ 0.1	1.5	▲ 3.3	▲ 1.7	▲ 1.6	▲ 0.2	▲ 1.3	▲ 0.1	0.7	0.3	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 1.4	▲ 0.1
輸出	▲ 16.3	▲ 59.9	54.5	22.5	▲ 2.9	7.6	▲ 5.3	23.6	10.3	8.0	5.4	4.1	▲ 13.6	4.6	8.9
輸入	▲ 13.1	▲ 53.1	89.2	31.3	9.3	7.1	4.7	17.6	2.9	3.7	4.6	4.3	▲ 8.9	14.0	6.4
国内民間最終需要	▲ 6.2	▲ 32.8	38.0	6.0	11.8	10.4	1.5	3.0	1.9	2.7	4.0	4.3	▲ 3.7	7.9	3.1
名目GDP（前期比年率、%）	▲ 3.9	▲ 32.4	38.7	6.6	10.9	13.2	8.5	14.6	6.2	5.9	6.8	5.9	▲ 2.2	10.1	8.4
鉱工業生産（前期比年率、%）	▲ 6.7	▲ 42.4	44.5	8.2	4.0	6.5	3.3	4.4	0.8	1.6	2.2	1.0	▲ 7.2	5.5	2.5
失業率（%）	3.8	13.0	8.8	6.8	6.2	5.9	5.1	4.2	4.0	3.9	3.9	3.9	8.1	5.4	3.9
生産者物価（前年比、%）	1.1	▲ 1.1	▲ 0.1	0.8	2.9	7.0	8.5	9.5	9.5	7.1	4.6	3.1	0.2	7.0	6.1
消費者物価（前年比、%）	2.1	0.4	1.2	1.2	1.9	4.8	5.3	6.7	7.5	6.2	4.7	3.1	1.2	4.7	5.4
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 2,003	▲ 2,233	▲ 2,454	▲ 2,531	▲ 2,670	▲ 2,678	▲ 2,730	▲ 2,829	▲ 3,149	▲ 3,173	▲ 3,158	▲ 3,148	▲ 9,220	▲ 10,907	▲ 12,628
経常収支（億ドル）	▲ 1,148	▲ 1,539	▲ 1,724	▲ 1,751	▲ 1,894	▲ 1,983	▲ 2,148	▲ 2,421	▲ 2,481	▲ 2,524	▲ 2,499	▲ 2,480	▲ 6,161	▲ 8,446	▲ 9,984
3. 金融															
FFレート誘導目標（%）	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25	0.50-0.75	0.75-1.00	1.00-1.25	0.00-0.25	0.00-0.25	1.00-1.25
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	1.5	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.4	0.8	1.1	1.4	0.7	0.2	0.9
10年物国債利回り（%）	1.4	0.7	0.7	0.9	1.6	1.6	1.3	1.5	1.9	2.0	2.0	2.1	0.9	1.5	2.0

（注）『FFレート誘導目標』は、期末値。『3ヵ月物ユーロドル金利』と『10年物国債利回り』は、期中平均値。2021年10~12月期の経常収支は予測値。

（資料）各種統計、Bloomberg等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

APPENDIX④ 欧州経済・金融見通し総括表

欧州経済の見通し総括表

(1) 総括表

	実質GDP成長率 (前年比、%)			消費者物価上昇率 (前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	2020年 (実績)	2021年 (実績)	2022年 (見通し)	2020年 (実績)	2021年 (実績)	2022年 (見通し)	2020年 (実績)	2021年 (実績)	2022年 (見通し)
ユーロ圏	▲ 6.4	5.2	3.5	0.3	2.6	4.6	2,546	2,951	2,735
ドイツ	▲ 4.6	2.8	3.2	0.4	3.2	4.8	2,647	2,919	2,675
フランス	▲ 7.9	6.8	3.5	0.5	2.1	3.8	▲ 501	▲ 314	▲ 879
イタリア	▲ 8.9	6.5	3.8	▲ 0.1	1.9	4.7	669	647	892
英国	▲ 9.4	7.5	3.9	0.9	2.6	6.3	▲ 949	▲ 953	▲ 1,014
ロシア	▲ 3.0	4.7	▲ 2.0	3.4	5.9	12.0	339	594	558

(2) 需要項目別見通し

(前年比、%)

	ユーロ圏			英国		
	2020年 (実績)	2021年 (実績)	2022年 (見通し)	2020年 (実績)	2021年 (実績)	2022年 (見通し)
名目GDP	▲ 4.9	6.9	5.5	▲ 3.8	7.4	5.9
実質GDP	▲ 6.4	5.2	3.5	▲ 9.4	7.5	3.9
<内需寄与度>	▲ 6.2	3.8	2.8	▲ 10.2	8.7	4.5
<外需寄与度>	▲ 0.2	1.4	0.7	0.8	▲ 1.2	▲ 0.6
個人消費	▲ 8.0	3.6	4.8	▲ 10.5	6.1	5.7
政府消費	1.2	3.8	1.4	▲ 5.4	14.5	4.3
総固定資本形成	▲ 7.3	3.5	1.4	▲ 9.4	5.3	4.5
在庫投資(寄与度)	▲ 0.6	0.1	▲ 0.4	▲ 0.7	0.6	▲ 0.3
輸出	▲ 9.4	9.8	4.8	▲ 13.9	▲ 1.1	4.9
輸入	▲ 9.3	7.3	3.8	▲ 15.9	3.0	6.8

(注)1. 『ユーロ圏』は、ドイツ、フランス、イタリアのほか、アイルランド、エストニア、オーストリア、オランダ、キプロス、ギリシャ、スペイン、スロバキア、スロベニア、フィンランド、ベルギー、ポルトガル、マルタ、ルクセンブルク、ラトビア、リトアニアの計19カ国。

2. 『消費者物価上昇率』は、EU統一基準インフレ率(HICP)。

(資料) 欧州連合統計局、英国立統計局統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。

会社名：株式会社三菱UFJ銀行 経済調査室
〒100-8388 東京都千代田区丸の内2-7-1

佐藤 昭彦(チーフエコノミスト)	akihiko_sato@mufg.jp
鶴田 零(総括)	rei_tsuruta@mufg.jp
志賀 直樹(総括)	naoki_shiga@mufg.jp
山田 遼(日本)	riyou_yamada@mufg.jp
松井 奈々(日本)	nana_matsui@mufg.jp
矢吹 彩(米国)	sai_yabuki@mufg.jp
田中 隆祐(欧州)	takasuke.tanaka@uk.mufg.jp
野瀬 陽平(アジア・豪州)	youhei_nose@mufg.jp
森川 央(中南米)	morikawa@iima.or.jp
中山 健悟(原油・為替)	kengo_nakayama@mufg.jp
秋山 真理子(原油)	mariko_2_akiyama@mufg.jp
鷹巣 里奈(原油)	rina_takasu@mufg.jp