

GLOBAL MARKETS RESEARCH

チーフアナリスト

井野 鉄兵

三菱UFJ銀行

A member of MUFG, a global financial group

## Table of contents

- 1 来週の相場見通し
- 2 今週のトピックス
- 3 来週の経済指標・イベント
- 4 マーケットカレンダー

## 1. 来週の相場見通し

(1)ドル円: 中東情勢による円売りリスク継続  
予想レンジ 156.00 ~ 159.00

(2)ユーロ: 影を落とす中東情勢の緊迫化  
予想レンジ 対ドル: 1.1550 ~ 1.1750  
対円: 181.50 ~ 184.50

(3)人民元: 「4.5~5.0%」に成長率目標引き下げ  
予想レンジ 対ドル: 6.85 ~ 6.95  
対円: 22.70 ~ 22.95

## 2. 今週のトピックス

(1) 中東からのエネルギー輸入に頼る日本を含むアジア各国  
アナリスト 横尾 明彦

(2) 3月18日のFOMC に二つのかく乱要因  
グローバルマーケットエコノミスト  
(元三菱UFJ銀行)  
鈴木 敏之

## (1)ドル円: 中東情勢による円売りリスク継続

### 今週のレビュー

ドル円は 156.63 で寄り付いた。28 日の米国によるイラン攻撃を受けて、週明け 2 日は早朝からドル買い優勢となった後、原油価格の上昇もあって、157 円台後半まで断続的に上昇した。インフレ懸念が強まるなかで米利下げ期待が後退してドル高が続き、3 日には今週ここまでの高値 157.97 まで上伸した。158 円手前で上値を重くすると、トランプ大統領がホルムズ海峡での護衛に言及したこと、イランが米国に停戦協議を打診していたとの報道があったことなどから、徐々に水準を切り下げ、6 日東京時間には 156.46 まで押された。ただ、原油価格の上昇が続くなかで、同日中には 157 円台後半まで反発。米財務省が原油価格抑制策を講じると報じられたことでやや上値を抑えられ、6 日、本稿執筆時点では 157 円台半ばで推移する（第 1 図）。今週の G10 通貨は中東情勢踏まえ、ドル全面高となった。影響が大きいと懸念されるユーロの弱さが目立つ（第 2 図）。

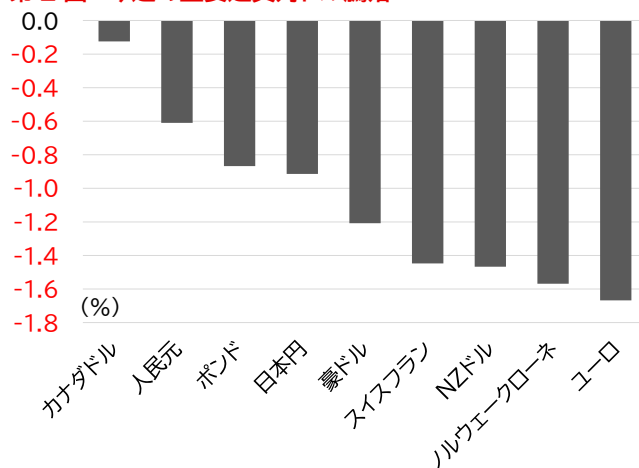
第 1 図: ドル円相場



(注)東京時間 6 日 11 時まで

(資料)EBS、Refinitiv より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第 2 図: 今週の主要通貨対ドル騰落



(注)東京時間 6 日 11 時まで

(資料)Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

### 中東情勢の緊迫長期化を意識も

米国がイランを攻撃してからおよそ一週間。当初、期待されたごく短期での事態収束に暗雲が立ち込めている。5 日には、WTI原油価格先物が 2024 年 7 月以来の 82 ドル台まで上伸し、株式市場は軟調、外国為替市場ではドル高圧力がかかりやすい状態が続いている。28 日の攻撃直後は、ドル円上昇の傍らでユーロ円などクロス円は下落。ここもと取られていたとみられるクロス円での円売りリスクを解消するような動きもみられたが、かかる動きは徐々に鎮静化している。情報は錯綜しているものの、米、イラン双方から早期の終結には否定的な見解が示されたこともあり、トランプ大統領が当初示唆していた通り「4、5 週間」は覚悟する必要があるということか。

中東情勢において金融市場にとっての関心事のひとつは、ホルムズ海峡の事実上の閉鎖によるエネルギーを中心とした物流への影響である。この点、米国は同海峡を通過する米国船に護衛をつけることとしたほか、米財務省が原油先物相場の高騰を抑制するための措置を早期に講じるなどとしている。後者方針が明らかにされたこと

で原油価格は一旦上値を抑えよう。今週これまでのドル円高値は157.97と158円台が視野に入ったものの、新たなドル買いないしは円売り材料の台頭がなければ、すぐに1月高値の159.45を試す展開には至らないといったところか。

## 世界的なインフレ警戒ムード強まるか

もっとも、事態の長期化、原油価格の上昇ないしは高止まりを念頭に置いたインフレ再燃の懸念が燻っており、米国では利下げ期待が後退し、ユーロ圏では利上げ期待すら台頭している。インフレが一時的なものにとどまらないと判断されれば、米欧などは利上げを検討することとなりそうだ。翻って、本邦では利上げ期待が後退しつつある。中東情勢緊迫化で、国会では早くも補正予算編成の議論もみられている状況ゆえ、景気を重視した利上げ見送りまたは暫時停止の可能性が浮上しつつある。日本は利上げ、その他主要国は利下げという期待値の前提が覆ろうとしているということだ。

高田日銀審議委員は先週の講演で、ここまでの「世界の金融・財政政策が同時に拡張的に揃っていること」、「コロナ禍に伴い世界同時に金融財政政策両面で景気押し上げ政策がとられた時期と類似」する環境で、今年は「世界が一致した利下げ局面から一転し、金利上昇への転換に向かう可能性」があると指摘する。高田委員の描いている世界観とは異なろうが、仮に、足もとの中東情勢を契機に世界的なインフレとなれば、かかる見立てが実現することもありそうだ。そうした局面となったときに、日銀は利上げを見送り、金融緩和状態が継続されれば、それは2022年以降の円全面安局面の再来を示唆する事態と言えそうだ。米国のイラン攻撃前の時点ですでに、高市首相が利上げに難色を示したとの報道があったことに鑑みれば、かかるリスクシナリオを持っておく必要はあるだろう。とは言え、ここまでの円安と原油価格の上昇で、ガソリン価格は暫定税率廃止により引き下げられた水準から反発基調となっている。また、5日には一部で、「4月の利上げを排除しない」などの関係者取材を通じた報道もみられており、早期の利上げ期待は生きながらえている。再来週の金融政策決定会合を控え、来週、審議委員の発言機会は予定されていない。ただ、予算案審議が続く国会では今週、植田総裁、氷見野副総裁が答弁に立った。場合によっては来週も答弁の機会があるだろう。中東情勢が刻々と変わるなかであって、日銀のスタンスに変化があるか。物価よりも景気重視の空気に押されることとなれば、円売りが強まることも想定しておきたい。

## 引き続き、金融市場の動揺に警戒必要か

なお、中東情勢を横目にプライベートクレジット市場での動揺が続いていることにも注意を払う必要があると見られる。金融面でリスク回避ムードが強まれば、クロス円主導で円買戻しの動きが強まることも考えられよう。

## 予想レンジ

ドル円：156.00～159.00

チーフアナリスト 井野 鉄兵

## (2)ユーロ：影を落とす中東情勢の緊迫化

### 今週のレビュー

ユーロドルは 1.1753 の高値圏で寄り付いた。週末の米国によるイラン攻撃によりドル買いとなるなか下落し、3日には安値 1.1531 まで下げ幅を拡大した。その後は、事態収束の目途が立たないなかで、1.15 台後半から 1.16 台半ばまでの狭い値幅での推移が続いている(第1図)。ユーロ円は 184.30 で寄り付くと、高値 184.66 でまで上昇する場面もあったが、3日には安値 182.10 まで下落。その後も上値重く、本稿執筆時点では 182 円台を中心に推移している(第2図)。

第1図：ユーロドルの推移



資料) Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2図：ユーロ円の推移



資料) Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

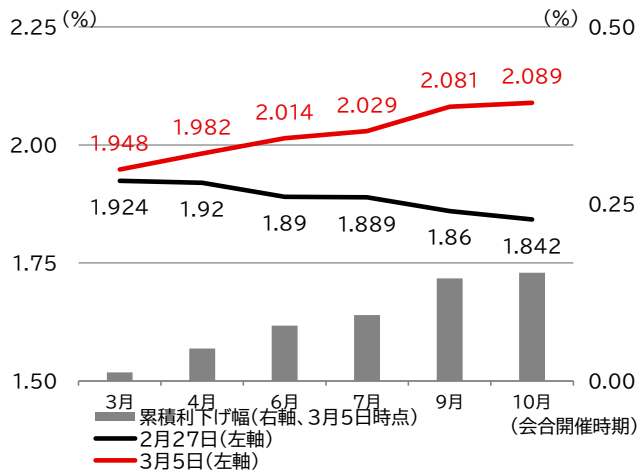
### 想定される中東情勢緊迫化の波及経路

中東情勢の緊迫化は、①マインド悪化を通じた景気下押し、②ホルムズ海峡の封鎖によるエネルギーの供給制約、③価格の上昇を通じたインフレ加速が考えられる。現時点では収束時期が見通せないなかで、①については、9日に発表されるセンチックス投資家信頼感指数が初期反応の手がかりとなろう。他方、現時点で②エネルギーの供給制約が顕在化しているものではないが、③原油、天然ガス価格には上昇圧力がかかっている。事態が長期化した場合の影響は免れず、早くも ECB による利上げ期待が熾り始めている(第3図)。

3日に発表された2月の消費者物価指数(HICP)は前年比+1.9%、コア指数は同+2.4%にそれぞれ伸びが加速した(第4図)。こうしたなか、タカ派と目されるナーゲル独連銀総裁は、現状の金融政策がよい立ち位置にあるとの見方は変わっていないとしたうえで「必要となれば、どちらの方向にも金融政策を調整しうる」と述べた。一方、ベルギー中銀のウンシュ総裁は「エネルギー価格の動向に慌てて反応しない」と冷静に反応している。そのほかの高官を総じてみると、これまでのところ、ECBとして利上げを視野に入れ始めているとは言えない(第1表)。

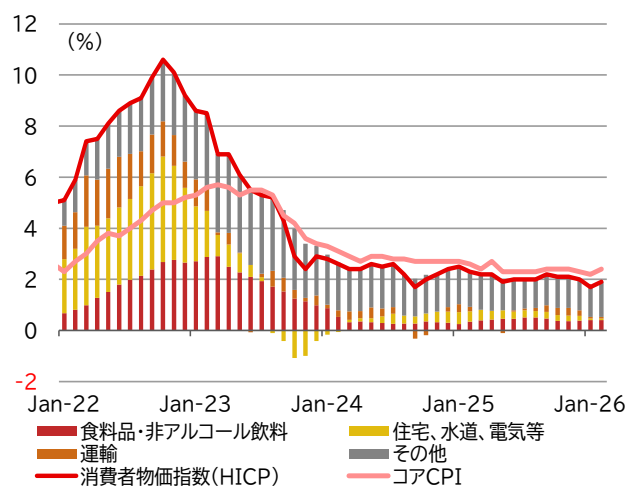
なお、5日に公表された2月理事会の議事要旨では、「インフレに対する為替の重大な影響は認められず」「現行の政策金利水準はショックへの対応に十分な柔軟性を提供している」との記述があった。

### 第3図: 会合ごとの利下げ・利上げ織り込み



(資料) Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

### 第4図: ユーロ圏消費者物価指数(前年比)



(資料) Eurostat より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

### 第1表: ECB 高官の最近の発言

日付	発言者	内容
3月5日	ナーゲル 独連銀総裁	イラン戦争による影響として、成長よりも物価のほうが気がかり 現状のECBの政策は「よい立ち位置」にある
3月5日	レーン フィンランド中銀総裁	ユーロの動向は長期的に見てそこまで劇的ではない 金利の道筋を事前に約束していない
3月5日	デギンドス副総裁	イランの紛争が長期化すれば、インフレ期待に影響を及ぼす可能性がある
3月5日	ビルロワドガロー 仏中銀総裁	エネルギー価格、市場動向を非常に注視している
3月4日	レーン フィンランド中銀総裁	経済への影響を評価する際には冷静さを保つことが重要であり、直近の 市場動向のみに基づいて金融政策スタンスについて早まった結論を導き 出してはならない
3月3日	カザークス ラトビア中銀総裁	物価上昇が長期化するほど、二次的な影響は強まる。それがインフレにつ ながり、政策決定が必要になる可能性もある。 だが現時点では不要だ
	ストゥルナラス ギリシャ中銀総裁	現時点では金融政策のパラメータを変更すべきではないが、警戒を怠 らず、状況を注意深く監視すべき
	ビルロワドガロー 仏中銀総裁	ECBは2週間後の下次回会合で経済見通しを更新する。現時点で利上げ の可能性を予測するのは誤りだ。
	レーン専務理事	エネルギー価格の急騰は、特に短期的にはインフレに上昇圧力をかける
3月2日	ウンシュ ベルギー国立銀行総裁	現時点では情報が限られており、エネルギー価格の動向に慌てて反応し ない
3月1日	ナーゲル 独連銀総裁	我々はよい立ち位置にいる 必要となれば、どちらの方向にも金融政策を調整しうる

(資料) 各種報道より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

中東情勢をめぐる不透明  
感が重石に

来週は、ECB 高官発言が複数予定されている。なかでも、11日の  
デギンドス副総裁やシュナーベル専務理事の発言に注目が集まろう。  
中東情勢をめぐる不透明感が極めて高いなかにあっては、報道等に  
より神経質な値動きとなりやすいだろう。

予想レンジ

ユーロドル : 1.1550 ~ 1.1750      ユーロ円 : 181.50 ~ 184.50

シニアアナリスト 亀井 純野

### (3)人民元:「4.5~5.0%」に成長率目標引き下げ

#### 今週のレビュー

人民元の対ドル相場は 6.86 台後半で取引開始。週末の米国、イスラエルによるイラン攻撃を受けて「有事のドル買い」が進むなか、6.92 台まで下落した。4 日発表の政府版 PMI が製造業、非製造業ともに市場予想を下回ったものの、人民銀が対ドル基準値を昨年 11 月以来の人民元高水準に設定したことで、6.90 ちょうど近辺まで反発。5 日には地政学リスクが後退したとの思惑からドル買いが一服したほか、全国人民代表大会（全人代）開幕を受けて当局が金融市場の安定に注力するなか 6.88 台まで上昇した。ただ、中東情勢の先行きがみえない状況において方向感を欠き、本稿執筆時点では 6.91 台で推移する（第 1 図）。対円相場は 22.7 台で取引開始。3 日には 22.9 台まで上昇したが、その後は上値が重かった。本稿執筆時点では 22.7 台後半で推移する（第 2 図）。

第 1 図: 人民元対ドル相場(3 月 6 日 10 時 30 分時点)



第 2 図: 人民元対円相場(3 月 6 日 10 時 30 分時点)



#### 今年の GDP 成長率目標を 4.5~5.0%と設定

国会に相当する全国人民代表大会（全人代）が 5 日に開幕した。李強首相は、今年の経済目標と政策運営方針に関する演説で、実質 GDP 成長率目標を「4.5~5.0%」に設定すると表明（第 1 表）。当面は内憂外患が続くものの、将来的な成長余力が十分あり、そのために中長期の改革を推進していくとしている。成長率の目標引き下げについて一部では、不動産市場の低迷や米中摩擦に絡めて悲観的な報道もみられるものの、政府は、構造改革を進めるために粗放型の成長モデルからの脱却を図るという立場を繰り返す。この点、2030 年までの経済運営方針「第 15 次 5 カ年計画」草案では、高齢化をはじめとする将来的な構造転換に備えるべく、内需拡大や産業構造の高度化など、改革を全面的に推進するとの方向性を打ち出している。

#### 経済運営方針は中長期の改革重視と解釈すべき

新「5 カ年計画」初年度である今年の目標設定は、改革重視の流れを強く意識したもので、財政金融政策は昨年運営方針を「継続する」としている（第 2 表）。たとえば、財政面では昨年同様、国有銀行への資本注入や、電気自動車やスマート家電などの買い替え補助金給付、地方政府債務の借り換えが進められる。拠出金額も昨年と同

額か、やや規模を縮小したものとなっている。安易な景気対策の強化には慎重姿勢を崩さないと言えよう。一方、地方政府の財政力強化や新分野向け融資の拡大など、構造改革を意識した文言が散りばめられている。政府が雇用ひいては社会の安定を重視しているため、今後の経済動向を踏まえつつ、金融緩和など景気対策強化が検討される余地はある。ゼロ%台の低インフレが続くなか、消費者物価指数（CPI）の前年比上昇率目標を 2.0%前後と設定したことも、利下げを含む金融緩和の可能性を考慮したものと解釈できる。ただし、金融政策方針も不変であり、中東情勢による原油価格の上昇もみられるなかであって、引き続き、金融政策変更には慎重な姿勢がとられるとみておく。

第1表：全人代で公表された2026年の経済目標

	2026年	2025年
実質GDP成長率(前年比)	4.5~5.0%	5.0%前後
都市部新規就業者数	1,200万人以上	1,200万人以上
都市部調査失業率	5.5%前後	5.5%前後
CPI(前年比)	2.0%前後	2.0%前後
財政赤字(GDP比)	4.0%前後	4.0%前後
超長期特別国債発行額	1.3兆円	1.3兆円
地方政府专项債発行額	4.4兆円	4.4兆円
M2、社会融資総額残高	経済成長と物価水準の伸び率目標と一致	経済成長と物価水準の伸び率目標と一致

(資料)各種報道より三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2表：財政政策と金融政策の手段

財政政策「より積極的な財政政策を継続する」
財政赤字対GDP比4%前後
特別国債3,000億元を活用した国有銀行への資本注入
超長期特別国債を活用した2,500億元の耐久財の買い替え補助金
インフラ投資関連の地方政府专项債4.4兆円の発行
金融政策「適度に緩和的な金融政策を継続する」
預金準備率(RRR)の引き下げ
諸政策金利の引き下げ
多様な政策ツールの活用による流動性供給
人民元相場を合理的かつ均衡のとれた水準で基本的に安定させる

(資料)各種報道より三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

### 中東地域での武力衝突に対する対応を急ぐ

中東情勢の緊迫化はエネルギー輸入の観点で中国にも影響が及ぶ。全人代後はトランプ大統領の訪中と重要行事が続くなかで、もとより政府は外部環境の悪化が国内に波及しないように防御的な政策対応を強化している。原油やLNGの価格上昇には、国内備蓄の放出や、中東地域以外の調達先からの輸入を増やすといった対応がとられよう。なお、政府が国内金融機関に対して、中東地域向けのエクスポージャーを削減するよう指導したとも報じられている。

### 平時以上に相場の安定を図ると予想

全人代が12日に閉幕するまで、人民銀は平時以上に安定を重視した金融通貨政策の運営を継続しよう。今週は、毎営業日公表の対ドル基準値を明確に人民元高方向に設定するなど、相場変動の抑制に努めた。中東情勢の先行きは不透明であり、状況次第では、相場安定に向けた追加措置を講じる可能性があるともみておきたい。

### 予想レンジ

ドル人民元：6.85～6.95

人民元円：22.70～22.95

アナリスト 横尾 明彦

## (1) 中東からのエネルギー輸入に頼る日本を含むアジア各国

アジア地域は原油輸入の中東依存度が高い

中東情勢は、米国、イスラエルによる攻撃、イランからの反撃が続く。そうしたなかイランはホルムズ海峡を事実上閉鎖し、船舶の航行は困難となっている。今後、中東の周辺国を巻き込むかたちで紛争が激化すること、原油などの生産に影響を及ぼすことも懸念される。事態が長期化すれば、原油価格は一段と上昇、高止まりする可能性もある状況だ。

日本を含むアジア各国は、中東産油国への原油輸入依存度が極めて高い。日本やフィリピンは原油の中東への輸入依存度が9割を超えるほか、ベトナム、マレーシア、韓国、台湾、タイなどが影響を受けやすいと言えそうだ(第1表)。また、日本や韓国は、政府、民間企業による大規模な石油備蓄を有しているが、それ以外の国・地域の備蓄は限られるとの報道もあり、価格だけでなく需給面での心配を抱えている。

第1表: アジア地域の原油輸入先(原油輸入総額に占める割合)

輸入国	原産地	中東合計	サウジアラビア	UAE	イラク	クウェート	オマーン	マレーシア	米国	ロシア	その他
日本		91%	40%	44%	0%	7%	1%	0%	3%	0%	6%
中国		44%	15%	7%	11%	3%	8%	12%	2%	19%	24%
台湾		64%	29%	12%	1%	14%	8%	0%	28%	0%	1%
韓国		66%	35%	14%	9%	8%	1%	0%	17%	0%	17%
タイ		56%	12%	44%	0%	0%	0%	7%	11%	0%	26%
インドネシア		21%	20%	1%	0%	0%	0%	1%	4%	0%	74%
マレーシア		64%	41%	22%	0%	1%	1%	0%	6%	0%	30%
シンガポール		40%	8%	29%	3%	0%	0%	1%	27%	0%	32%
フィリピン		94%	48%	33%	13%	0%	0%	1%	0%	0%	5%
ベトナム		85%	0%	0%	0%	85%	0%	1%	5%	0%	9%
インド		46%	14%	10%	20%	2%	0%	0%	3%	37%	14%
パキスタン		100%	57%	42%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

(注)ベトナムは2023年、台湾は25年、それ以外は24年のデータ。データが取得できなかった国は「-」と表示。台湾は国連に加盟しておらず、Comtradeからデータが取得できないため、当局が発表しているデータを利用した

(資料)UN Comtrade、台湾經濟部より三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

LNG 価格高騰の影響はより深刻になる可能性も

他方、LNGは、各国とも中東だけでなく、豪州や米国、マレーシアなどからの輸入も高い割合で、調達先は分散している(第2表)。ただし、原油とは異なり、LNGは技術的な理由から長期的な備蓄が難しいとされる。アジア地域は、カタールを主要なLNG調達先のひとつとしているが、ホルムズ海峡以外の代替ルートは存在しない。航行が困難な状況が続けば、多くの国で早期にLNG需要が満たせなくなる可能性があるということだ。そのなかでも、電力供給面で韓国、台湾、シンガポールはLNGへの依存度が高いため、経済物価への影響は、原油価格に由来するよりも早く、深刻なものになる可能性もある。

第2表: アジア地域のLNG 輸入先(LNG 輸入総額に占める割合)

輸入国	原産地	中東合計	UAE	カタール	オマーン	マレーシア	インドネシア	豪州	米国	ロシア	その他
日本		26%	2%	5%	5%	15%	5%	39%	9%	9%	13%
中国		35%	1%	24%	1%	9%	5%	34%	5%	11%	9%
台湾		34%	0%	34%	0%	1%	2%	34%	11%	2%	7%
韓国		47%	1%	23%	12%	12%	5%	24%	11%	4%	9%
タイ		39%	1%	22%	4%	12%	6%	17%	17%	0%	21%
インドネシア		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
マレーシア		-	0%	0%	0%	0%	2%	83%	9%	0%	6%
シンガポール		26%	0%	25%	0%	1%	2%	35%	15%	0%	23%
フィリピン		-	0%	0%	0%	0%	11%	39%	6%	0%	44%
ベトナム		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
インド		60%	11%	43%	5%	0%	0%	0%	17%	0%	23%
パキスタン		88%	0%	88%	0%	0%	1%	0%	1%	0%	9%

(注)ベトナムは2023年、台湾は25年、それ以外は24年のデータ。データが取得できなかった国は「-」と表示。台湾は国連に加盟しておらず、Comtradeからデータが取得できないため、当局が発表しているデータを利用した

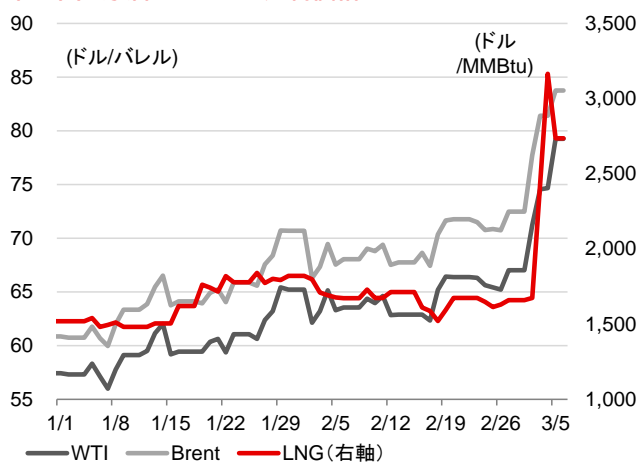
(資料)UN Comtrade、台湾經濟部より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

### アジア中銀が金融引き締め に追い込まれるリスク が高まった

中東情勢の緊張状態が長期化すれば、原油、LNG の価格はさらに上昇し、高止まりする可能性がある(第1図)。原油価格上昇につれて間接的に価格が上がりやすい原材料や食料品など、それ以外の輸入物価上昇の影響も加味すると、今後、アジアでインフレが再燃するリスクが高まっていると言えそうだ(第2図)。すでに中銀がインフレへの警戒感を強めている国もあるようだ。韓国、ベトナム両中銀は、米国によるイラン攻撃以前から物価上昇への警戒姿勢を露わにしていたほか、フィリピン中銀のレモロナ総裁は6日、「(原油価格上昇によるインフレ加速で)金融引き締めが必要になるかもしれない」と発言している。ここもと物価上昇が加速しつつあるインドネシア中銀なども、同様の判断に傾く可能性がありそうだ。

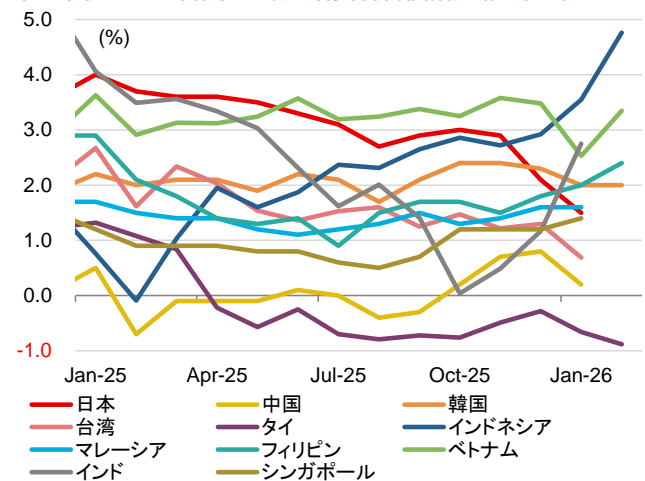
日本でも、植田日銀総裁が、中東情勢は物価に対して上下いずれの方向にも影響を与え得るとしながらも、エネルギー価格の上昇が期待インフレ率を押し上げた場合には、基調的物価を押し上げると指摘している。足もとでは日銀に対する利上げ期待はやや後退しているが、事態が長期化した場合には、物価押し上げに伴って、アジア各国と同じく利上げの前倒しを迫られる可能性もあるとみておきたい。

第1図: 原油とLNG の先物価格



(資料)Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2図: アジア各国・地域の消費者物価指数(前年比)



(資料)各国統計局より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

公的統計でみえる以上に中国への影響は大きい可能性がある

翻って中国はアジア周辺国とは異なり、原油輸入をロシアや中南米などに分散しているほか、国内に相応の石油備蓄を有しているとみられる。ただし、統計に表れているよりもイラン（中東）産原油の依存度は高いとの見方もある。具体的には、イラン産原油をマレーシア沖で積み替えることで、「マレーシア産」と計上しているとの指摘がある。よって、ホルムズ海峡の事実上の封鎖による影響は小さくないようだ。このような事情もあってか、中国政府は国内需要を賄うべく、国内の石油業者による軽油やガソリンの輸出を禁止したとの報道がある。そうした状況にあっても、3月末にはトランプ大統領の訪中が予定されているため、中国は中東情勢に関して対米批判のトーンを抑制気味にしていると言えそうだ。当面は中東情勢の影響が国内経済に波及しないよう、防御的な対策に徹するとみておきたい。

アナリスト 横尾 明彦

## (2) 3月18日のFOMCに二つのかく乱要因

今後の金融政策の読みを変えさせかねない二つのかく乱が起きている

米金融政策は、次回の3月18日のFOMCでは政策を据え置き、その後については、当面データ次第で様子見を言いながら、関税による物価上昇が年央ごろにピークアウトするのを見たところで、利下げを再開すると見込んできた。ここへきて、この見方を保持できるかについて、二つのかく乱が起きている。

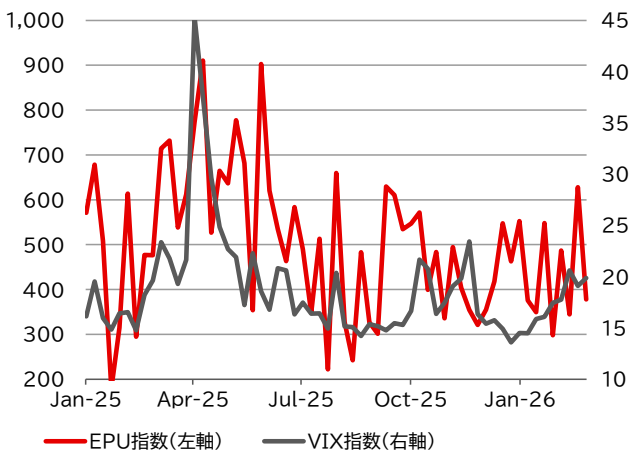
### ① 二つのかく乱

#### イ) 中東情勢

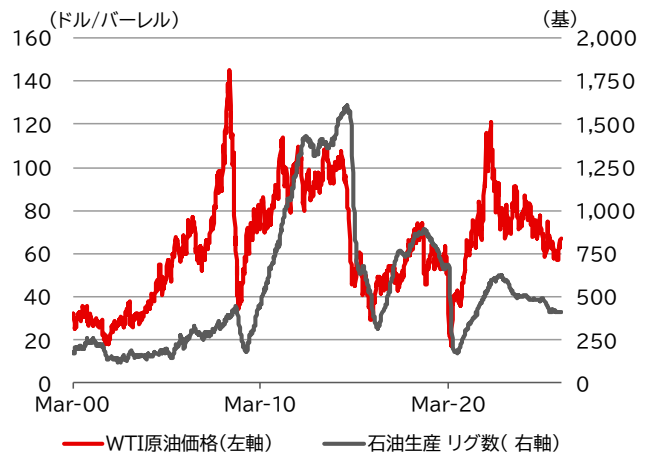
中東情勢は、戦闘がいつまで続くのかの時間軸、どこまで拡大するかの空間軸に高い不確実性

2月28日に、米・イスラエルがイランを攻撃(Epic Fury作戦)し、戦争状態となっている。先行きについては、終結の時期が見込めない時間軸の不確実性がある。また、イランが周辺国に報復攻撃を行い、ホルムズ海峡封鎖の動きに出る、中東のそれぞれの基地への攻撃を受けた欧州諸国も動き出すなど、戦争の範囲が見えない空間軸の不確実性も高くなっている。また、経済には、原油価格の上昇、不確実性の高まりによる資産価格の下落、不確実性の高まりをみて生産や投資の決定を遅らせてしまう影響が及ぶとみられるが(第1図)、そのマグニチュードは目算が立たない。原油価格については、④OPECが増産を言っている、⑤ホルムズ海峡封鎖については、米軍が通航する船舶を護衛すると言っている、③米国には原油増産の余力があるなど(第2図)、甚大な事態にならない可能性もみておかなければならない。

第1図: 不確実性の高まり



(資料)EPU(経済政策不確実性指数)、Bloombergより筆者作成



(資料)Baker Hughes社、Bloombergより筆者作成

本レポートは、グローバルマーケットエコノミスト鈴木敏之氏によるレポートとなり、三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチの見解、意見などを示すものではありません。また、三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチと鈴木敏之氏は、本レポートに関し見直し・シナリオのすり合わせや意見調整などは行っていません。

## ロ)米インフレ指標の不快な上昇

米インフレ指標に不快な動きが相次いでいる。3月13日のPCE価格コア指数の前月比が高そうで、不安を増幅しかねない

ここへきて、米インフレ指標に不快な動きが続いていることも、このFOMCをみる上で厄介になってきている。

- 2月20日に出た12月のPCE価格指数は、コア前月比0.36%と強い上昇であった。しかも、12月のCPIコアの前月比上昇率を上回るものであった。通常はCPIインフレ率の方がPCEインフレ率より高いので、この逆転は緊張を引き起こした。
- 2月27日に出た1月のPPIでは、サービス分類で大きめの上昇があった。これは、3月13日に出る1月のPCEコア価格指数を押し上げる可能性がある。
- 3月2日に出たISM製造業指数の価格系列が70.5に大きく上昇していた。関税による価格上昇の波及が強まっていることが問題視された(第3図)。

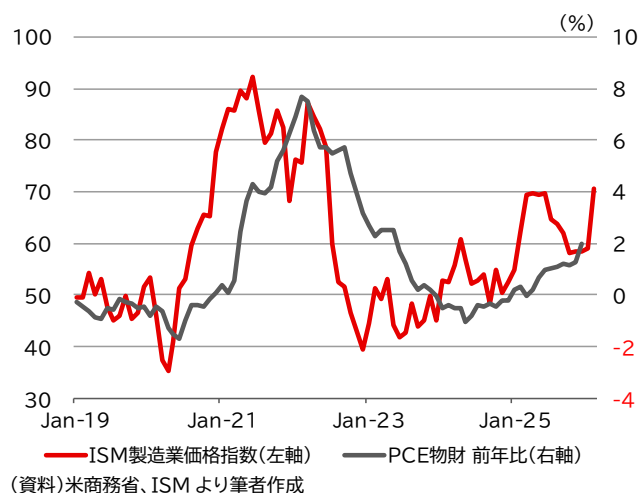
## ② 3月18日のFOMC

不確実性高く、3月18日のFOMCは、先行きの言い方を、相当に曖昧にしそう

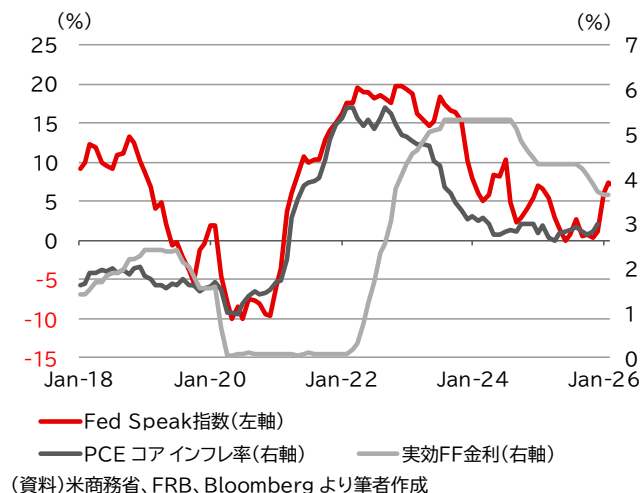
この3月13日に出る1月のPCE価格指数が、強めに出ると金融政策の見方に影響が出てくる。この数字が強いと、高官発言を指数化したFed Speak指数が高まる(第4図)。年央に、関税発の物価上昇が収まらない場合は、利上げの話にもなりかねない。また、3月18日に出るFOMCの経済見通し(SEP)の26年のインフレ予測が引き上げられる可能性も出てくる。

中東情勢の鎮静が見込みきれず、インフレ指標に不穏があることによる不確実性のある中、3月18日のFOMC時の情報発信は、先行きをかなり曖昧にしそうである。

第3図: ISM 価格指数と PCE インフレ率



第4図: インフレ率と Fed Speak 指数



グローバルマーケットエコノミスト  
(元三菱UFJ銀行)  
鈴木 敏之

## 来週の主な経済指標

				予想	前回
9日(月)	8:50	日	経常収支(1月・億円)	10,159	7,288
	10:30	中	消費者物価指数(前年比、2月)	0.9%	0.2%
	10:30	中	生産者物価指数(前年比、2月)	▲1.1%	▲1.4%
	14:00	日	景気一致指数(1月速報)	116.9	114.3
	14:00	日	景気先行指数(1月速報)	113.0	111.0
	15:00	日	景気ウォッチャー調査-現状(2月)	48.1	47.6
	15:00	日	景気ウォッチャー調査-先行き(2月)	50.6	50.1
	16:00	独	鉱工業生産(前月比、1月)	1.0%	▲1.9%
		中	マネーサプライM2(前年比、2月)*	9.0%	9.0%
10日(火)	8:30	日	家計調査消費支出(前年比、1月)	2.4%	▲2.6%
	8:50	日	実質GDP(前期比年率、Q4改定)	1.2%	0.2%
	16:00	独	貿易収支(季調済、1月・億ユーロ)	157	171
	23:00	米	中古住宅販売件数(2月・万件)	387	391
		中	貿易収支(年初来、2月・億ドル)	1,750	1,141
11日(水)	21:30	米	消費者物価指数(前年比、2月)	2.5%	2.4%
12日(木)	3:00	米	財政収支(2月・億ドル)		▲946
	8:50	日	法人企業景気予測調査 大企業製造業景況DI(前期比、Q1)		4.7
	21:30	米	住宅着工件数(1月・万件)	134.0	140.4
	21:30	米	建設許可件数(1月速報・万件)	139.2	145.5
	21:30	米	貿易収支(1月・億ドル)	▲679	▲703
	22:30	米	新規失業保険申請件数(3/7・万件)		21.3
13日(金)	19:00	ユ	鉱工業生産(前月比、1月)	0.5%	▲1.4%
	21:30	米	耐久財受注(前月比、1月速報)	0.4%	▲1.4%
	21:30	米	GDP(前期比年率、Q4改定)	1.4%	1.4%
	21:30	米	個人所得(前月比、1月)	0.5%	0.3%
	21:30	米	個人支出(前月比、1月)	0.3%	0.4%
	21:30	米	PCEコアデフレーター(前年比、1月)	3.1%	3.0%
14日(土)	23:00	米	ミシガン大消費者信頼感指数(3月速報)	56.3	56.6
	23:00	米	求人労働異動調査(1月・万人)		654.2

## 中央銀行関連

9日(月)			
10日(火)	16:00	ユ	リトアニア中銀シムカス総裁講演
11日(水)	17:30	ユ	デギンドス ECB 副総裁講演
	21:30	米	ボウマン FRB 副議長討論会
12日(木)	0:00	ユ	シュナーベル ECB 専務理事講演
13日(金)	0:00	米	ボウマン FRB 副議長講演
	1:25	ユ	フランス中銀ビルロワドガロー総裁講演

## その他

9日(月)		ユ	ユーロ圏財務相会合
		ユ	欧州議会本会議(~12日)
10日(火)		ユ	EU 経済・財務相理事会
	19:30	ユ	2年物国債入札(ドイツ)
11日(水)	2:00	米	3年物国債入札
	12:35	日	5年物国債入札
	19:30	ユ	10年物国債入札(ドイツ)
12日(木)	2:00	米	10年物国債入札
13日(金)	2:00	米	30年物国債入札

※市場予想は Bloomberg 調査中央値  
時刻は日本時間

\*印は作成日(3/6)現在で未確定のもの

# マーケットカレンダー

月	火	水	木	金
2026/3/9	10	11	12	13
独/鉱工業生産(1月) 中/消費者物価指数(2月) 生産者物価指数(2月) マネーサプライ M2(2月)* 日/国際収支速報(1月) 対外対内証券売買契約等の状況 (2月) 景気動向指数速報(1月) 景気ウォッチャー調査(2月)  ユーロ圏財務相会合 欧州議会本会議(~12日)	米/中古住宅販売(2月) 独/貿易収支(1月) 中/貿易収支(2月) 日/GDP改定(Q4) 家計調査(1月)  米・3年物国債入札 EU 経済・財務相理事会	米/消費者物価指数(2月) 財政収支(2月)  米・ポウマン FRB 副議長討論会 米・10年物国債入札	米/住宅着工件数(1月) 建設許可件数速報(1月) 貿易収支(1月) 日/法人企業景気予測調査(Q1)  米・ポウマン FRB 副議長講演 米・30年物国債入札	米/GDP改定(Q4) 個人所得・消費支出(1月) 耐久財受注速報(1月) 求人労働異動調査(1月) ミシガン大消費者信頼感指数速報 (3月)  ユーロ圏/鉱工業生産(1月)
16	17	18	19	20
米/NY 連銀景況指数(3月) 鉱工業生産(2月) 設備稼働率(2月) 中/鉱工業生産(2月) 小売売上高(2月) 都市部固定資産投資(2月) 豪/金融政策理事会(~17日)	米/FOMC(~18日) 独/ZEW 景況感指数(3月) 豪/金融政策理事会 RBA 総裁定例会見  米・20年物国債入札	米/FOMC FRB 議長定例会見 生産者物価指数(2月) 製造業受注(1月) 証券投資収支(1月) ユーロ圏/ECB 理事会(~19日) 英/MPC(BOE 金融政策委員会) 日/日銀金融政策決定会合(~19日) 貿易収支速報(2月)  米・10年物インフレ連動債入札 日米首脳会談 EU 首脳会議(~20日)	米/フィラデルフィア連銀景況指数 (3月) 新築住宅販売(1月) 卸売在庫(1月) ユーロ圏/ECB 理事会 ECB 総裁定例会見 英/MPC 議事要旨 日/日銀金融政策決定会合 日銀総裁定例会見 機械受注(1月)  米・10年物インフレ連動債入札 日米首脳会談 EU 首脳会議(~20日)	ユーロ圏/経常収支(1月) 貿易収支(1月)  日市場休場
23	24	25	26	27
米/建設支出(1月) ユーロ圏/消費者信頼感指数速報 (3月)	ユーロ圏/EU 新車登録台数(2月) 製造業 PMI 速報(3月) サービス業 PMI 速報(3月) 日/消費者物価指数(全国、2月)  米・バーFRB 理事基調講演 米・2年物国債入札	米/輸出入物価指数(2月) 経常収支(Q4) 独/ifo 景況指数(3月) 日/日銀金融政策決定会合 議事要旨 (1/22, 23分)  米・5年物国債入札 欧州議会本会議(~26日)	ユーロ圏/マネーサプライ M3(2月)  米・ジェファーソン FRB 副議長講演 米・7年物国債入札	独/小売売上高(2月)*  米・サンフランシスコ連銀総裁挨拶 米・フィラデルフィア連銀総裁講演 EU 経済・財務相理事会(~28日) 欧州夏時間開始[29日]
30	31	4/1	2	3
ユーロ圏/欧州委員会景況指数(3月) 独/消費者物価指数速報(3月) 日/日銀金融政策決定会合 主な意見 (3/18, 19分)	米/ケース・シラー住宅価格指数(1月) FHFA 住宅価格指数(1月) シカゴ PM 景況指数(3月) 求人労働異動調査(2月) CB 消費者信頼感指数(3月) ユーロ圏/消費者物価指数速報(3月) 中/製造業 PMI(3月) 日/完全失業率(2月) 消費者物価指数(都区部、3月) 鉱工業生産速報(2月) 住宅着工戸数(2月)  米・トランプ大統領訪中(~4/2)	米/ADP 雇用統計(3月) ISM 製造業景況指数(3月) 自動車販売(3月)* ユーロ圏/失業率(2月) 日/日銀短観 概要及び要旨	米/貿易収支(2月) 日/日銀短観 調査全容	米/雇用統計(3月) ISM 非製造業景況指数(3月)  独英市場休場

\*印は作成日(3/6)現在で日程が未確定のもの  
(資料)各種報道等より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

照会先:三菱 UFJ 銀行 グローバルマーケットリサーチ  
チーフアナリスト 井野 鉄兵

当資料は一般的な情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定のお客様のニーズ、財務状況又は投資対象に対応することを意図しておりません。また、当資料は、適用法令上許容される範囲内でのみ利用可能であり、当資料の頒布を制約する法令が存在する地域の方によって利用されることを意図しておりません。当資料内のいかなる情報又は意見も、預金、有価証券、デリバティブ取引その他の金融商品の売買、投資、保有などを勧誘又は推奨するものではありません。

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、適時性、適切性又は完全性を表明又は保証するものではなく、当行、その子会社又は関連会社は、お客様による当資料の利用等に関して生じうるいかなる損害についても責任を負いません。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、宜しく申し上げます。

また、過去の結果が必ずしも将来の結果を暗示するものではありません。

当行は、当資料において言及されている会社と関係を有し、又はかかる会社に対して金融サービスを提供している可能性があります。当行のグループ会社は、当資料において言及されている証券又はこれに関連する証券について権利を有し、又はこれらの証券の引受けを行っている可能性があります。また、これらの証券又はそのポジションを保有している可能性があります。

当資料の内容は予告なしに変更することがあり、また、当行、その子会社又は関連会社は、当資料を更新する義務を負っておりません。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。当行の書面による許可なく複製又は第三者、個人顧客もしくは一般投資家への配布をすることはできません。

(株式会社三菱 UFJ 銀行ロンドン支店のみに適用される情報開示)

株式会社三菱 UFJ 銀行(以下「MUFG Bank」)は、日本で設立され、東京法務局(会社法人等番号 0100-01-008846)において登記された有限責任の株式会社です。

MUFG Bank の本店は、東京都千代田区丸の内一丁目 4 番 5 号(郵便番号 100-8388)に所在しています。

MUFG Bank ロンドン支店は、英国会社登録所において、英国支店として登録されています(登録番号 BR002013)。

MUFG Bank は、日本の金融庁によって認可及び規制されています。MUFG Bank ロンドン支店は、英国ブルーデンス規制機構より認可を受けており(FCA/PRA 番号 139189)、英国金融行為監督機構の規制とブルーデンス規制機構の限定された規制の対象となっています。英国ブルーデンス規制機構による MUFG Bank ロンドン支店の規制の範囲の詳細は、ご請求いただいた方にお渡ししております。