

経済・金融 フラッシュ

世界各国の市場動向・金融政策 (2022年3月)

—急変動から安定化、資源国は株・通貨高

経済研究部 准主任研究員 高山 武士

TEL:03-3512-1818 E-mail: takayama@nli-research.co.jp

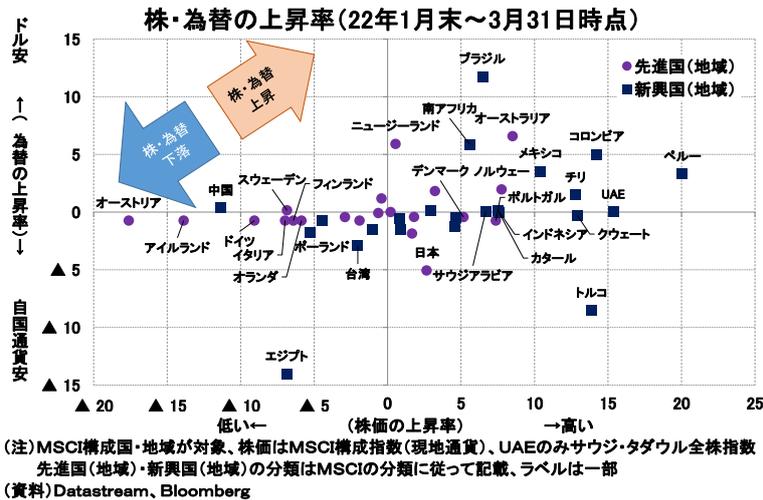
1. 概要:ロシアのウクライナ侵攻による急変動からはやや安定化、資源国には追い風も

22年3月の各国¹の株価・為替の動きは以下の通り。

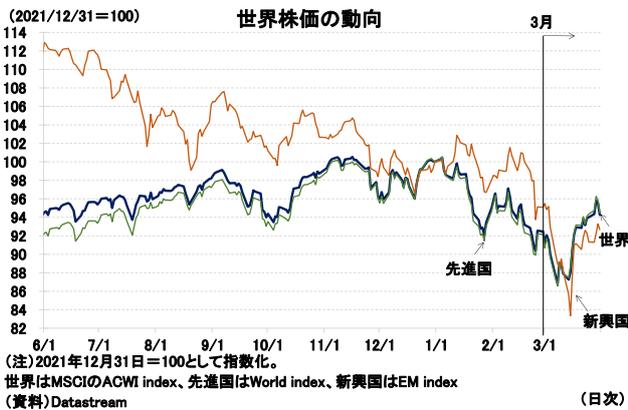
【株価・対ドル為替レートの動き】

- ・ロシアのウクライナ侵攻により供給不安が生じ資源価格が上昇するなかで、資源の豊富な新興国の株価・通貨の堅調さが目立った (図表1)。

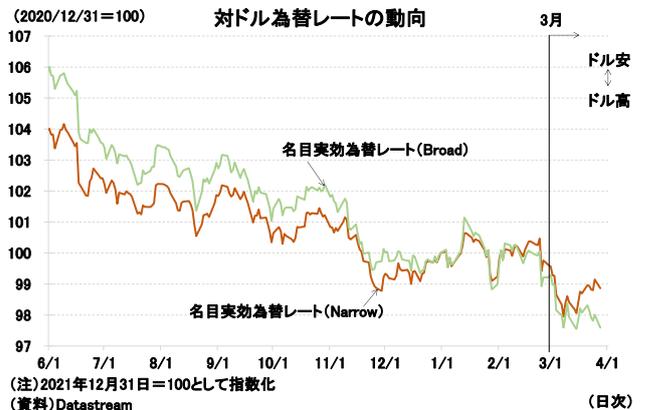
(図表1)



(図表2)



(図表3)



¹ 本稿では金融政策はG20について確認する。また、株価・為替についてはMSCI ACWIの指数を構成する47か国・地域について確認する。中国と記載した場合は中国本土を指し香港は除く。また、香港等の地域も含めて「国」と記載する。本文中の先進市場と新興市場の区分についてはMSCIの分類に基づく。

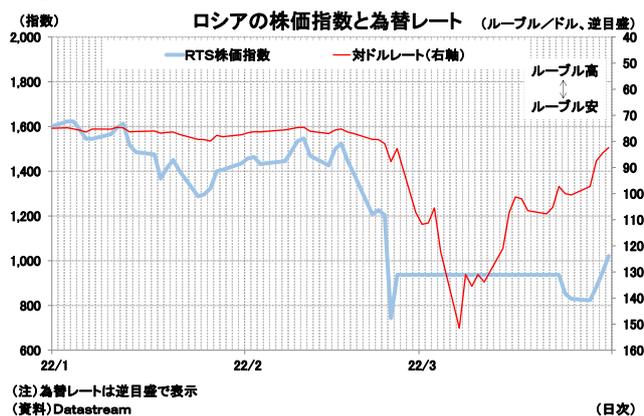
2. ロシアの金融市場と商品価格

まず、ロシアのウクライナ侵攻後に大きく変動したロシアの金融市場や商品価格について概観しておきたい²。

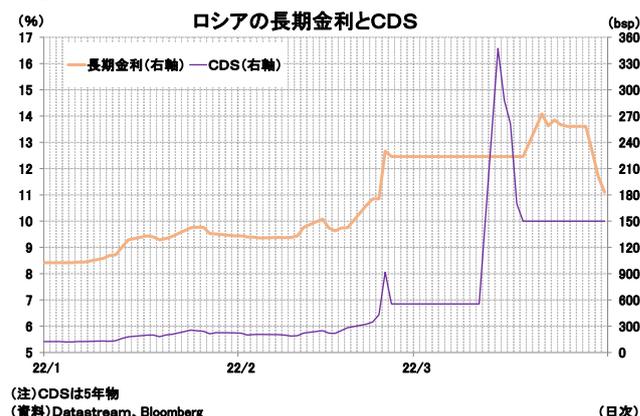
ロシア金融商品については、株価は先月末以降、市場を休場としていたが今月下旬から主要銘柄の取引が再開されている。ウクライナ侵攻前の水準と比較すると低迷しているものの底堅い推移を見せ、下落が続くといった展開は避けられている（図表4）。

ルーブル相場は2月末から3月初には大きく下落したが、その後は中央銀行の資本規制などの対策も奏功したとみられ、大きく反発している³（図表4）。

（図表4）



（図表5）



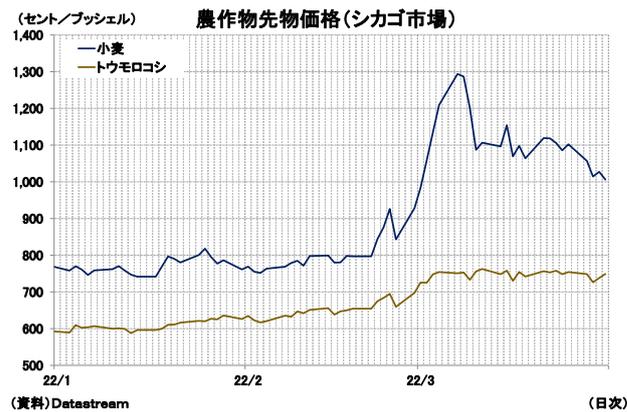
長期金利についても、2月末から市場での取引が停止されていたが、3月上旬に再開されている。長期金利は、ロシア中銀が政策金利を20%まで引き上げたこともあり、ウクライナ侵攻前よりも高めの（国債価格は低い）水準で推移しているが、足もとでは下落している（図表5）。

一方、CDSの保証料率は、一時期の高騰ほどではないが、かなり高水準で推移している（図表5）。なお、格付けについては、主要各社で引下げが行われていたが、経済制裁の一環で取り下げられることとなった⁴。

（図表6）



（図表7）



次にロシアが主要な供給源となっている商品の動向を追うと、金属（アルミ、ニッケル）、農作物

² ロシアのウクライナ侵攻と経済・金融制裁を受けて、ロシアはMSCI ACWIから除外されたが、世界の金融市場に大きな影響を及ぼしているため、本節で概観する。

³ ロシア中央銀行の対応については、高山武士（2022）「経済・金融制裁とロシア中央銀行の対応」基礎研レター2022-03-30を参照。

⁴ 例えば、日本経済新聞「格付け大手、ロシア向け信用格付けから撤退」2022年3月25日（22年3月31日アクセス）を参照。

(小麦、トウモロコシ)、エネルギー（原油、天然ガス）ともにロシアのウクライナ侵攻直後の急騰からは落ち着いている（図表 6-8）。価格水準はウクライナ侵攻前よりも高く、供給への懸念は根強いと見られるが、西側諸国の制裁やロシアの対抗措置が講じられるなかで、ロシア産資源の供給を急激に縮小させるような措置は双方とも避けており、供給制約に対する過度に悲観的な見方が後退したものと思われる。

(図表 8)



3. MSCIの動き

MSCI ACWIの月間騰落率は、全体では前月比1.9%、先進国が前月比2.5%、新興国が前月比▲2.5%となった⁵（前掲図表2）。

国別の株価の動きを見ると、3月は対象国48か国中31か国が上昇している（図表9）。ロシアのウクライナ侵攻によって2月に下落した国では反動による上昇が見られたほか、ペルー、コロンビア、チリ、UAEなど資源の豊富な新興国では資源価格の上昇期待から資本流入があったと見られ、大きく上昇している（図表10）⁶。一方、中国はロシア支援の動きに対する警戒や、新型コロナの感染再拡大に伴う都市封鎖などが懸念され3月は下落幅が大きかった。

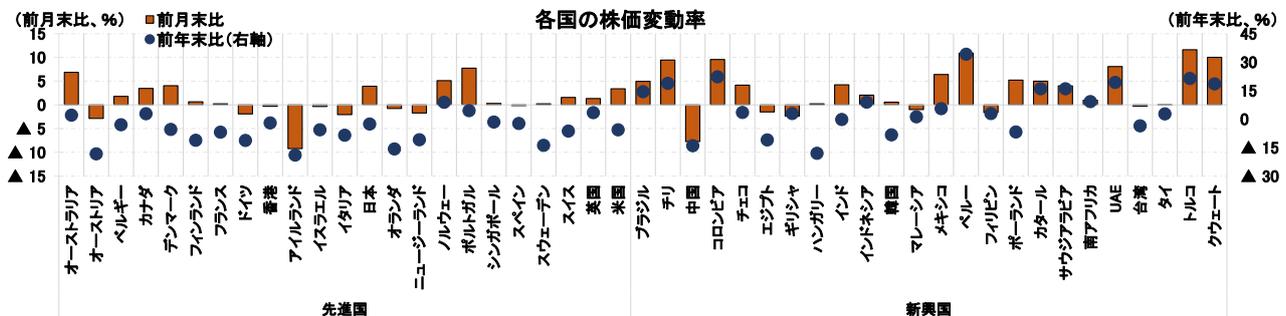
(図表 9)

MSCI ACWI構成銘柄の国別騰落数

| | | 前月末比 | 前年末比 |
|----|-----|------|------|
| 上昇 | 先進国 | 14 | 5 |
| | 新興国 | 17 | 17 |
| | 合計 | 31 | 22 |
| 下落 | 先進国 | 9 | 18 |
| | 新興国 | 8 | 8 |
| | 合計 | 17 | 26 |

(注)上昇は横ばい含む (資料)Bloombergより筆者作成

(図表 10)



(注)各国指数は現地通貨ベースのMSCI構成指数、ただし、UAEはサウジ・タワール全株指数 (資料)Bloomberg

通貨の騰落率を見ると、対ドルの27カ国の貿易ウエイトで加重平均した実効為替レート(Narrow)が前月比▲1.6%、60カ国の貿易ウエイトで加重平均した実効為替レート(Broad)が前月比▲2.4%となりドル高が進んでいる⁷（前掲図表3）。

MSCI ACWIの構成通貨別に見ると、37通貨中19

(図表 11)

MSCI ACWI構成通貨の通貨別騰落数

| 対ドル | | 前月末比 | 前年末比 |
|----------|-----|------|------|
| 上昇 (ドル安) | 先進国 | 7 | 4 |
| | 新興国 | 12 | 10 |
| | 合計 | 19 | 14 |
| 下落 (ドル高) | 先進国 | 6 | 9 |
| | 新興国 | 12 | 14 |
| | 合計 | 18 | 23 |

(注)上昇は横ばい含む、EURは先進国として分類 (資料)Bloombergより筆者作成

⁵ ただし、前述の通り、ロシアが3月9日でMSCI新興国銘柄の対象外となっており、その影響が含まれている。

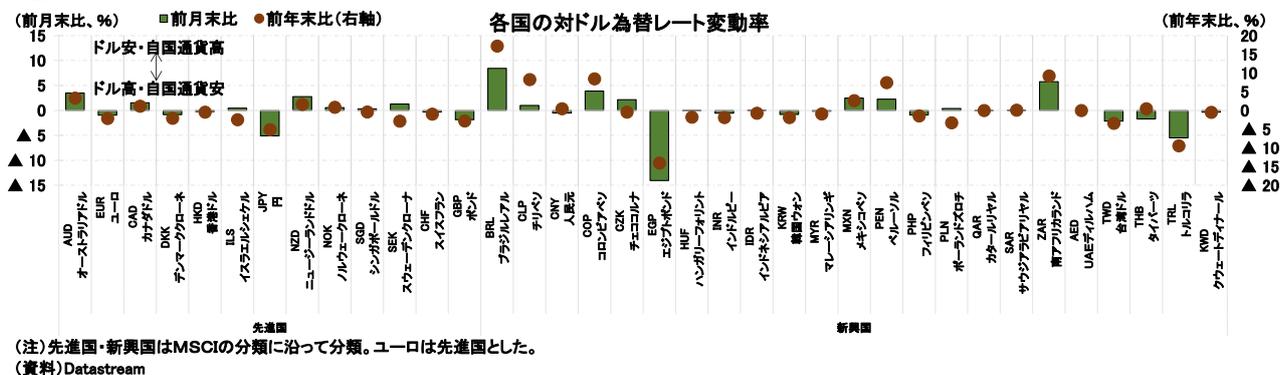
⁶ 特に、ペルーはMSCIの組み入れ銘柄がそれぞれ3銘柄（2銘柄が資源関連）と少ないため、変動が大きい。

⁷ ただし、名目実効為替レートは2月15日時点の前月末比で算出しており、ロシアによるウクライナ全面侵攻前の数値。

通貨が対ドルで上昇（ドル安）、18 通貨が下落（ドル高）であり、ドルに対して強い地域と弱い地域は拮抗している（図表 11）。

実際、国別に見ると（図表 12）、上述したように資源の豊富な新興国の通貨（ブラジル、南ア、コロンビアなど）は対ドルでも上昇が目立つ。一方、小麦輸入の多くをロシアやウクライナに頼るエジプトの通貨は大きく下落した⁸。また、先進国においては米国の利上げ期待が高まる一方、緩和策を続ける日本円で下落が目立った。

（図表 12）



4. 金融政策：多くの国で金融引き締めが継続

最後に、主要地域の金融政策を見ていく（図表 13）。

（図表 13）

| 日付 | 銀行 | 通貨 | 内容 |
|-----|-------------|-----|--|
| 1日 | オーストラリア準備銀行 | AUD | 現状政策の維持 |
| 2日 | カナダ銀行 | CAD | 政策金利の引き上げ[0.25→0.50%] |
| 8日 | ポーランド国立銀行 | PLN | 政策金利引上げ[2.75→3.50%] |
| 10日 | 欧州中央銀行(ECB) | EUR | APPの購入削減ペースを加速 [400億(22年4月)→300億(5月)→200億(6月)、早ければ7-9月期終了] |
| 16日 | 連邦準備銀行(FRB) | USD | 政策金利の引き上げ[0→0.25→0.25-0.50%] |
| 16日 | サウジアラビア中央銀行 | SAR | 政策金利引上げ[レボ:1.00→1.25%、リバースレボ:0.50→0.75%] |
| 16日 | ブラジル中央銀行 | BRL | 政策金利引上げ[10.75→11.75%] |
| 17日 | イングランド銀行 | GBP | 政策金利引上げ[0.50→0.75%] |
| 17日 | インドネシア中央銀行 | IDR | 現行政策の維持 |
| 18日 | 日本銀行 | JPY | 現行政策の維持 |
| 18日 | ロシア中央銀行 | RUB | 現行政策の維持 |
| 22日 | ハンガリー国立銀行 | HUF | 中銀ベースレートの引上げ[3.40→4.40%] 担保付貸出金利の引上げ[O/N・1W 6.40→7.40%] ON預金金利の引上げ[3.40→4.40%] |
| 22日 | アルゼンチン中央銀行 | ARS | 政策金利引上げ[42.5→44.5%] |
| 24日 | メキシコ銀行 | MXN | 政策金利引上げ[6.00→6.50%] |
| 24日 | 南アフリカ準備銀行 | ZAR | 政策金利引上げ[4.00→4.25%] |
| 24日 | トルコ中央銀行 | TRY | 現行政策の維持 |
| 31日 | チェコ国立銀行 | CZK | 政策金利引上げ[4.50→5.00%] ロンバート金利引上げ[5.50→6.00%] 割引金利引上げ[3.50→4.00%] |

3月にはG7を構成するすべての国・地域（FRB、ECB、日本銀行、イングランド銀行、カナダ銀行）で金融政策を決定する会合が開かれた。このうち、イングランド銀行が3会合連続となる

⁸ エジプト中銀は同日、緊急の利上げ（8.75→9.75%）を実施している。資本流出や観光客の低迷で外貨不足が懸念されるエジプトでは、通貨の下落を促すことでIMFからの支援を受けやすくするとの見方がある（REUTERS, [Egypt devalues currency 14% after Ukraine war prompts dollar flight, March 22, 2022 \(22年3月31日アクセス\)](#)）、実際、23日にはIMFの声明で、エジプトが支援を要請していることが公表された。声明のなかでは、為替レートの柔軟化は歓迎すべきことである旨が明記されている（IMF, [International Monetary Fund Statement on Egypt, March 23, 2022 \(22年3月31日アクセス\)](#)）。

利上げを決定したほか、F R B とカナダ銀行はコロナ禍後初めての利上げに踏み切った。E C B は量的緩和策を継続しているが P E P P を予定通り終了し、さらに A P P の購入ペースを昨年 12 月に計画していたペースより削減（購入縮小）することを決定している。また、3 月 24 日にはコロナ禍で緩和していた担保要件の正常化への道筋も示している。これらの地域では、いずれも高インフレを受けて金融政策は引き締め方向に動いていると言える。一方、日本銀行は現行の大規模な金融緩和の継続を決定し、他の地域との金融緩和姿勢の違いが鮮明になりつつある。

それ以外の国では、サウジアラビア、ブラジル、ハンガリー、アルゼンチン、メキシコ、南アフリカ、チェコで政策金利の引き上げが決定された。

ハンガリーは 10 会合連続⁹、ブラジルは 9 会合連続、メキシコとチェコは 7 会合連続、南アフリカは 3 会合連続の利上げで、高インフレに対する中央銀行の引き締め姿勢が継続している。また、アルゼンチンも 3 か月連続で利上げをしており、債務再編交渉相手である I M F の要請（高インフレへの対応）に応じる引き締めが続いている¹⁰。サウジアラビアでは通貨がドルペッグされているため、F R B の利上げに応じる形での政策金利引き上げとなった。

なお、西側諸国から経済・金融政策を受けて 2 月末に臨時の会合で政策金利を 20% まで引き上げていたロシアは、3 月の定例の会合では政策金利を据え置いている。また、エルドアン大統領の意向に沿って昨年利下げを続けてきたトルコは今年に入って 3 会合連続での政策金利据え置きとなった。

⁹ このほか、3 月 8 日の通常の会合においてコリド幅の拡大が決定されている。

¹⁰ 3 月 4 日にはブラジルと I M F で債務再編が合意され、17 日にはブラジル上院で可決された。また 25 日に I M F で承認されたことが公表された。[IMF, IMF Executive Board Approves 30-month US\\$44 billion Extended Arrangement for Argentina and Concludes 2022 Article IV Consultation, 25 March 2022](#) (22 年 3 月 31 日アクセス)。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(参考)

主要国の新型コロナウイルス拡大後の金融政策一覧

| 国 | 通貨 | 政策金利等 | 預金準備率等 | 流動性供給/信用供給 | | 拡充 | | 重量的額/信用緩和 | | 外貨供給 | | |
|-------|----------------------------------|-----------------|---|---|---|-------------------------------------|---|--|---|---|---|---|
| | | | | ターゲット付 | (高頻度・長期化等) | 国債 (枠言及なし) | 社債等買入 | USD | | EUR | | |
| | | | | | | | | 0中層 | 0中層 | | | |
| G7 | 日本銀行 | JPY | ▲0.10%[政策金利跳高] 0%[10年物国債] | - | 新たな資金供給手段 (右記と合計90兆円) | 新型コロナウイルス 感染症対応 金融支援特別オペ | 民間債務に拡大等 〔左記特別オペ〕 | 国債 (枠言及なし) | CP・社債(上限20兆円→5兆円程度) ETF(上限12兆円) J-REIT(上限1800億円) | 6中銀スワップライン (金利引下・長期化) | ○ | |
| G7 | 連邦準備銀行(FRB) | USD | 1.50-1.75→0-0.25→0.25-0.50% | - | - | - | MMLF(MMF)→終了 PDCF→終了 TALF(ABS)→終了 PPPLF[給与保証プログラム] | 国債(無制限増額→減額) MLF(州・地方政府)→終了 | MBS(無制限増額→減額) PMCCF-SMCCF[社債]→終了 CPFF(CP)→終了 MSNLF-MSPLF-MSELF→終了 〔中小企業向け債種〕 | 6中銀スワップライン締結 9中銀スワップライン締結 FIMA Repo ファシリティー常設化 | ○ | ○ |
| G7-20 | 欧州中央銀行(ECB) | EUR | 0.00%〔主要ファイナンス・オペ〕 0.25%〔限界貸出ファンデーション〕 ▲0.50%〔預金ファンデーション〕 | - | TLTRO III→新規オペは終了 LTRO | 左記TLTRO IIIの緩和 | 格付緩和等→段階的終了 | PSPP(国債)(増額、計1200億EUR) →増額は終了、月200億EURへ PEPP(国債)(1.85兆EUR)→終了 (2/3) | CSPP[社債・CP](増額)→増額は終了 CBPP3[カーボンドボンド](増額)→増額は終了 ABSPP[ABS](増額)→増額は終了 | 6中銀スワップライン (金利引下・長期化) EURスワップライン締結 (デンマーク・クロアチア・ベルギー) EUREP(シネファンデーション)創設 | ○ | ○ |
| G20 | (ESCB) デンマーク国立銀行 | DKK (EURヘッジ) | ▲0.50→▲0.60%〔預金金利〕 | - | - | 拡大貸出ファシリティー | - | - | - | 9中銀スワップライン(300億) EUR(120億→240億) | ○ | ○ |
| G20 | (ESCB) スウェーデン国立銀行 (リクスバンク) | SEK | 0%〔レポレート〕 0.75→0.10%〔常設貸出ファンデーション金利〕 | - | 低金利貸付制 [5000億SEK] | 3M・6M無制限レポ | カーボンドボンド追加等 | 国債・地方債 (合計7000億SEK ~21/12月) | MBS・カーボンドボンド・社債・CP (合計7000億SEK ~21/12月) | 9中銀スワップライン(600億) | ○ | ○ |
| G20 | (ESCB) チェコ国立銀行 | CZK | 2.25→0.25→5.00%〔政策金利〕 3.25→1.00→6.00%〔ロンバート金利〕 1.25→4.00%〔割引金利〕 | - | - | 高頻度化 | - | - | - | - | - | - |
| G20 | (ESCB) ハンガリー国立銀行 | HUF | 0.90→0.60→4.40%〔中銀レポレート〕 0.90→7.40%〔O/N担保貸付貸出〕 0.90→7.40%〔1W担保貸付貸出〕 | 罰則停止(免除) | FGS Go導入→終了 〔中小企業向け〕 | 最大5年物導入(無制限)→終了 | 社債追加等 | 国債(枠言及なし)→終了 | MBS→終了 BFGS[社債](拡大)→終了 | 為替スワップの長期化・高頻度化 | - | - |
| G20 | (ESCB) ポーランド国立銀行 | PLN | 1.50→0.10→2.75% | 3.5→0.5→3.5% 付利引き上げ | 非金融機関向け導入 | - | - | 国債・政府保証債(無制限)→終了 | - | - | - | - |
| G20 | オーストラリア準備銀行 | AUD | 0.75→0.10%〔キャピタルレート〕 6.25→0.10%〔9年物国債〕→終了 | - | TFF[中小企業向け] (900億AUD→2000億AUD) | 高頻度化・長期化等 | 追加等 | 短期国債(3年物0.10%目標)→終了 国債・地方債 (残存5-10年・枠言及なし) 〔9月初～少なくとも2月中旬 週40億AUDペース〕 | - | 9中銀スワップライン(600億) | ○ | - |
| G7 | カナダ銀行 | CAD | 1.75→0.25→0.50% | - | - | 長期化 STLF・CTRF[常設] →正常化へ | 追加等→正常化へ | GBPP[国債]→終了 (最低60→20億CAD/週、枠言及なし) PMPP[地方短期証券]→終了 (発行額の40%目途→縮小) PBPP[地方債](500億CAD)→終了 | BAPF[銀行手形](売買規模25%/15%) →終了 CMBP[MBS](週5億CAD目途)→終了 CPPP[CP](過去1年発行の1.25倍)→終了 CBPP[社債](100億CAD)→終了 | 6中銀スワップライン (金利引下・長期化) | ○ | - |
| G7 | イングランド銀行 | GBP | 0.75→0.10→0.75% | - | TFSME[中小企業向け] | CTRF[常設] | 左記に含む | 国債(増額、総枠8950億GBP)→終了 当座貸越勘定の利用延期 | 社債(増額)→終了 CCFF[非金融機関CP]→終了 | 6中銀スワップライン (金利引下・長期化) | ○ | - |
| G20 | アルゼンチン中央銀行 | ARS | 40→36→44.5% | 削減 (融資基準を満たす銀行) | 導入(中小企業向け) (LELIO[中銀債]保有上限設定) 左記準備率優遇 | - | - | - | - | - | - | - |
| G20 | ブラジル中央銀行 | BRL | 4.25→2.00→11.75% | 31→17→20% 罰則軽減 | - | 長期化 金融機関債買戻し上限緩和 | 社債追加等 | - | - | 9中銀スワップライン(600億) 外貨調達レポ | ○ | - |
| G20 | 中国人民銀行 | CNY | 4.15→3.85%→3.70%〔政策金利〕 2.5→2.1%〔7Dレポレート〕 2.65→2.25%〔14Dレポレート〕 3.25→2.85%〔1Y中期貸出ファンデーション〕 0.72→0.35%〔超過準備金利〕 | 9.9→8.4%〔加重平均〕 5.0→9.0%〔外資〕 付利引下げ | 感染症対策企業向け (再貸出、3000億元、終了) 企業再貸付 (再貸出、5000億元、終了) 左記準備率優遇 | 規模拡大 | 中小企業債種 →特許購入 (4000億元) | - | - | - | - | - |
| G20 | インド準備銀行 | INR | 5.15→4.00%〔政策金利(レポ金利)〕 4.90→3.35%〔レポ・スレポ金利〕 5.40→4.25%〔MSF金利〕 | 4.0→3.0% 日次残高条件緩和 | - | LTRO(3年物導入) MSF[常設]枠拡大 参加資格拡大 | - | (G-SAP) | - | - | - | - |
| G20 | インドネシア中央銀行 | IDR | 5.0→3.50%〔政策金利〕 4.25→2.75%〔貸出ファンデーション〕 5.75→4.25%〔貸出ファンデーション〕 | 5.5→3.5→6.5%〔9月、商業銀行〕 日次残高条件の緩和 準備金への付利 | - | 長期化・高頻度化 | - | 買入実施 発行市場も含む、利息受取も辞退 (法律代行行政令の公布) | - | 為替スワップの高頻度化 韓国銀行との通貨スワップ締結 外貨準備率引き下げ | - | - |
| G20 | 韓国銀行 | KRW | 1.25→0.50→1.25% | - | 中小企業向け | 金額無制限化 参加資格拡大 | 金融機関債 政府機関債 社債(CBBLF)追加等 | 買入実施 (枠言及なし) | 政府機関債 MBS (ファンドで買入) | 9中銀スワップライン(600億) | ○ | - |
| G20 | メキシコ銀行 | MXN | 7.0→4.00→6.50% | 規制預金削減 (3200億MXN→2700億MXN) | 中小企業向け | 金利引き下げ 長期化 | 格付緩和 社債追加等 | - | - | 9中銀スワップライン(600億) | ○ | - |
| G20 | ロシア中央銀行 | RUB | 6.0→4.25→20.0% | - | 拡大 (既存1700億+5000億RUB) | 長期化 | - | - | - | 為替スワップ取引の上限引き上げ | - | - |
| G20 | サウジアラビア中央銀行 | SAR (USDヘッジ) | 2.25→1.0→1.25%〔レポ〕 1.75→0.5→0.75%〔レポ・スレポ〕 | - | 中小企業向け | - | - | - | - | - | - | - |
| G20 | 南アフリカ準備銀行 | ZAR | 6.25→3.50→4.25% | - | - | 高頻度化・長期化 常設ファンデーション枠拡大 | - | 国債購入 (枠言及なし) | - | - | - | - |
| G20 | トルコ中央銀行 | TRY | 10.75→8.25→19.0→14.0% | - | 中小企業向け (外貨準備金優遇) 企業向け (流動性優遇) | 無制限供給 長期化 | ABS・MBS追加等 | 国債購入 (加速、拡大) | - | USD-EUR・金のスワップ強化 外貨準備率引き下げ | - | - |

〔注〕中国とインドネシアは2020年2月以降、他国・地域は主に3月以降の金融政策を記載、各カテゴリーに沿って22年3月末時点で主な政策と考えられる項目を記載(主な変更は下線で表示、カテゴリー分けは筆者の見解にもとづく)。
〔資料〕各国中銀、報道資料等より筆者記載