

ロシア・ウクライナ情勢が市場へ及ぼす影響について

運用戦略部 チーフ・ストラテジスト 下出 衛

ウクライナ情勢を受け各市場の振幅が大きくなっています。今回のロシアのウクライナ軍事侵攻は国際秩序の根幹を揺るがす行為として断じて許容できるものではありません。マーケットはこの先、この問題が世界経済へどのような影響を与えるかを見極めながら推移することになります。以下には、その際の焦点となる、1. 原油など資源価格の動向、2. 米国金融政策への影響、3. 米国景気への影響、について要点をまとめさせていただきます。

ここに注目

- 1. 原油など資源価格の動向:** ロシアへの制裁措置で原油・天然ガスなどの需給逼迫の可能性。戦略備蓄石油の放出、産油国への増産要請、イランとの核合意再建など、あらゆる対応策が準備される必要
- 2. 米国金融政策への影響:** エネルギー価格上昇は消費者の購買力低下を通じ景気鈍化要因に。インフレ期待が高まらなければ引き締め加速は回避。不確実性の高まりで3月50bpt利上げの可能性は低下
- 3. 米国景気への影響:** 世界株式/債券の中期トレンドは米国の景気サイクルを軸に推移。米景気の転換点は金融引き締めが景気を抑制する水準まで進んだ場合が通常パターン。ハイイールド社債利回り等で予兆点検

1. 原油等、資源価格の動向:ロシア制裁で需給逼迫、備蓄石油放出などあらゆる対応策を要準備

世界有数の資源生産大国であるロシアに厳しい制裁を科すことで原油、天然ガスなどの需給がひっ迫し、価格が高騰する展開が懸念されています。ただ、この点は誰しもが認識していることです。ロシアのエネルギー企業に対する直接的な制裁措置が除外されているのもその為です。準備されている対応策としては、1)主要国による備蓄石油の追加放出、2)サウジアラビアなど産油国への増産要請、3)(原油高が進んだ場合の)ガソリン税軽減(日本では追加措置が検討されている)などです。ただ、国際銀行間通信協会(SWIFT)からロシアの金融機関が排除されることによる影響、或いは、ロシアが制裁の報復手段として原油・天然ガス供給を制限した場合の影響など不確実な要素が多く残されており、あらゆる対応策を準備する必要があります。

図表 1 原油価格(WTI 期近)の推移



【出所】ブルームバーグの公表データ等に基づき、りそなアセットマネジメントが作成

※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

その一つとして、米国とイランの核合意再建交渉の早期妥結が挙げられます。イランの原油生産能力は日量 380 万バレルで世界第6位の規模です。現在は日量280 万バレル程度にとどまっております。イランに対する制裁が解除された場合は日量 100 万バレル程度の需給緩和効果が期待されます。また、イランは洋上在庫を 8000 万バレル程度積み上げており、制裁解除の場合は、これも早期に供給にまわると予想されます。

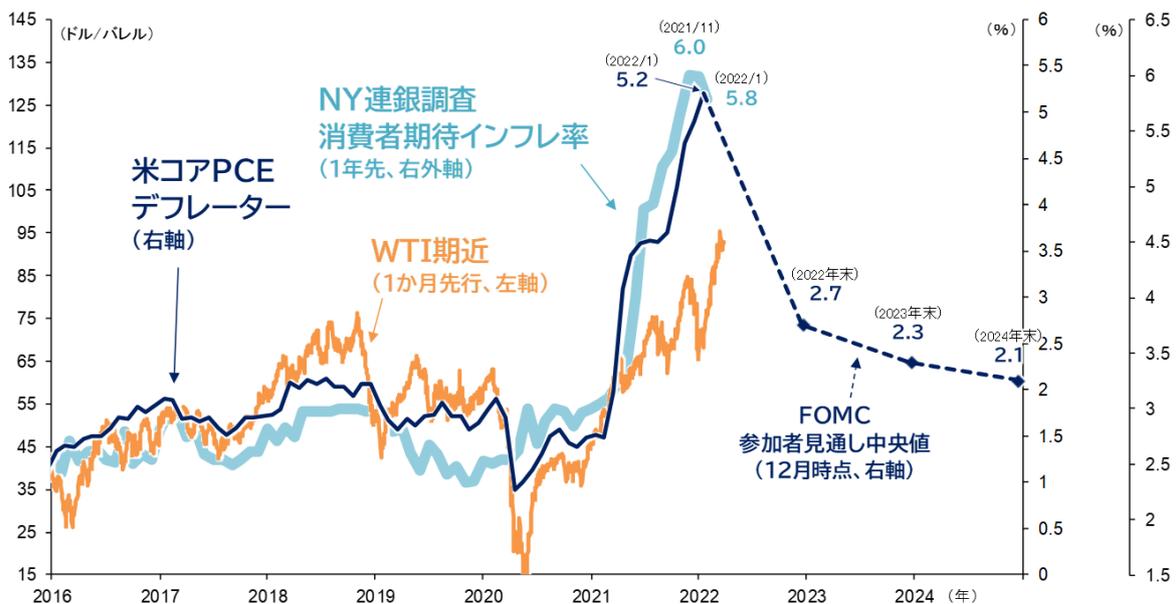
また、北米シェール原油の増産も選択肢の一つと考えられます。数年前までは、原油価格が高騰した際には、北米シェール原油の増産で直ぐに需給が緩和されてきましたが、バイデン政権下での脱炭素化重視政策などから北米シェール企業の新規開発が停滞しており、調整弁役を果たさなくなっています。現在の米国の原油生産はこれだけの原油高にも拘わらず日量 1150 万バレルと、コロナ前のピーク 1300 万バレルを大きく下回っています。バイデン政権が取り組んできた政府の所有地や水域での掘削制限などの見直しを求める声が高まる可能性があります。

先週、WTI 期近はおおよそ 7 年半ぶりに一時 100 ドル/バレルを超えました。ただ、その後直ぐに反落し、週末 25 日には 91 ドル台/バレルとロシアの侵攻開始前の水準に戻っています。今週は上記の SWIFT(国際銀行間通信協会)からのロシア排除の影響が新たな材料として織り込まれることとなります。エネルギー関連の決済に関連する金融機関は対象から外されるとの観測もあり、詳細の発表とそれに対する市場の反応を注視することとなります。

2. 米国金融政策への影響:エネルギー高による景気下押し効果を考慮し引き締め加速には慎重

仮に、原油・天然ガスなどの価格が今の水準から大きく上昇する場合、それが、FRB(連邦準備制度理事会)の利上げペースを早めることになるか、が次の焦点となります。本来、エネルギー価格は生鮮食品同様、変動が大きい為金融政策の決定に大きく影響しない、というのが一般的な考えです。また、ガソリン高などで消費者の購買力低下につながり景気にはマイナス要因となることから、引き締め強化という対応は考え難いところですが、ただ現在は、サプライチェーンの混乱などにより消費者物価が約 40 年ぶりの水準まで上昇する中、消費者の期待インフレ率も高まっています(図表2ご参照)。ようやく足元ではピークアウトの兆しが見えてきているものの、仮にこの先エネルギー価格の上昇が進んだ場合、インフレ期待が再加速してしまうリスクを FRB はどう判断するか、に市場の関心が集まります。

図表2 米インフレ率とインフレ期待、原油価格

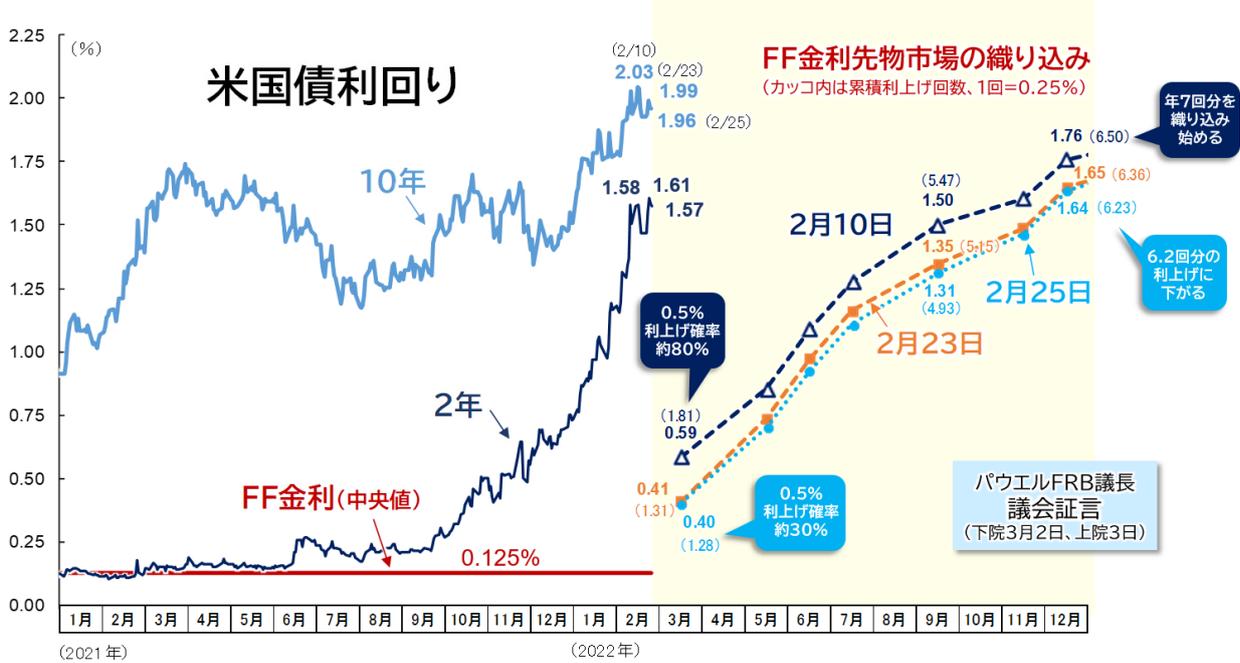


【出所】ブルームバーグ、Haver Analytics、FRB の公表データ等に基づき、りそなアセットマネジメントが作成

※当資料の使用に際し、最終ページの＜当資料に関するご留意事項＞を必ずご覧ください。

金融先物市場では、2022年の利上げ回数は6回程度、3月FOMCで0.5%の大幅利上げが実施される可能性は3割程度と、ロシアのウクライナ侵攻直前の22日に利上げペースの織り込みが若干後退しています。また、0.5%の大幅利上げは2000年4月を最後に実施されておらず、実施の場合はインフレ退治に対する強いメッセージとなる一方、金融市場のストレスを高める可能性があります。このため、現在のようなウクライナ情勢で不確実性が極端に高まる中、再来週のFOMC(3月15・16日)で0.5%の大幅利上げの可能性は小さいという見方が一般的と考えられます。3月2日・3日にはハンフリー・ホーキンス法に基づくパウエル議長の議会証言が予定されており、FRBの考え方について何らかの示唆が得られるものと見られます。

図表3 FF金利先物市場が織り込む利上げ回数と米国10年・2年国債利回り



【出所】ブルームバーグの公表データ等に基づき、りそなアセットマネジメントが作成

3. 米国景気への影響: 景気に抑制的な水準までFRBの金融引き締めが進むかが焦点

ウクライナ情勢が今後どのような展開となるか予断を許さない状況ですが、マーケットは絶えず、世界経済の動向を先取りして動きます。そこで最も重要な軸となるのは米国の景気サイクルです。“米国の景気拡大が続く間は、株式の上昇基調が続き、株式が債券をアウトパフォームする”、は長期投資を行う上で最も信頼できる経験則の一つです(図表4ご参照)。

その米国景気の拡大が転換点を迎えるとすれば、FRBの利上げが進み、長短金利が景気に中立的な水準を上回った場合に起きるのが通常のパターンです。ロシアのウクライナ侵攻により資源価格が高騰→インフレに拍車→FRBの引き締め加速→景気後退、は先週来よく聞かれたシナリオですが、物価安定と雇用最大化の2大任務を背負うFRBが景気を犠牲にしてもインフレ退治を優先するような事態に追い込まれると結論付ける正当な理由は今の処見当たりません。

他方、米国景気に変調の兆しが出ていないかを点検することは大切なことです。アメリカの景気後退リスクを見極めるものとしては、長短金利差の逆転が最も信頼できる指標の一つです。先週末時点で長短金利差(10年・2年国債利回り)は0.40%です。1ヵ月前の0.75%に比べると縮小してはいますが、逆転が視野に入ったとまでは言えない水準です。

※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

