ストラテジーレポート

情報提供資料
2022年 3月 9日

ウクライナ情勢とグローバル市場への影響のアップデート

運用戦略部 チーフ・ストラテジスト 下出 衛

ロシアに対する制裁強化により原油先物価格が120ドル/バレル 台まで急騰したことなどが嫌気され、8日のNY市場ではダウ工業株30種平均(以下、NYダウ)が4日続落の184ドル安、東京市場では日経平均株価が1年4ヵ月ぶりに2万5000円を下回るなど世界的に不安定なマーケットの動きが続いています。以下に、ロシア/ウクライナ情勢が世界のマーケットに及ぼす影響についてアップデートさせていただきます。

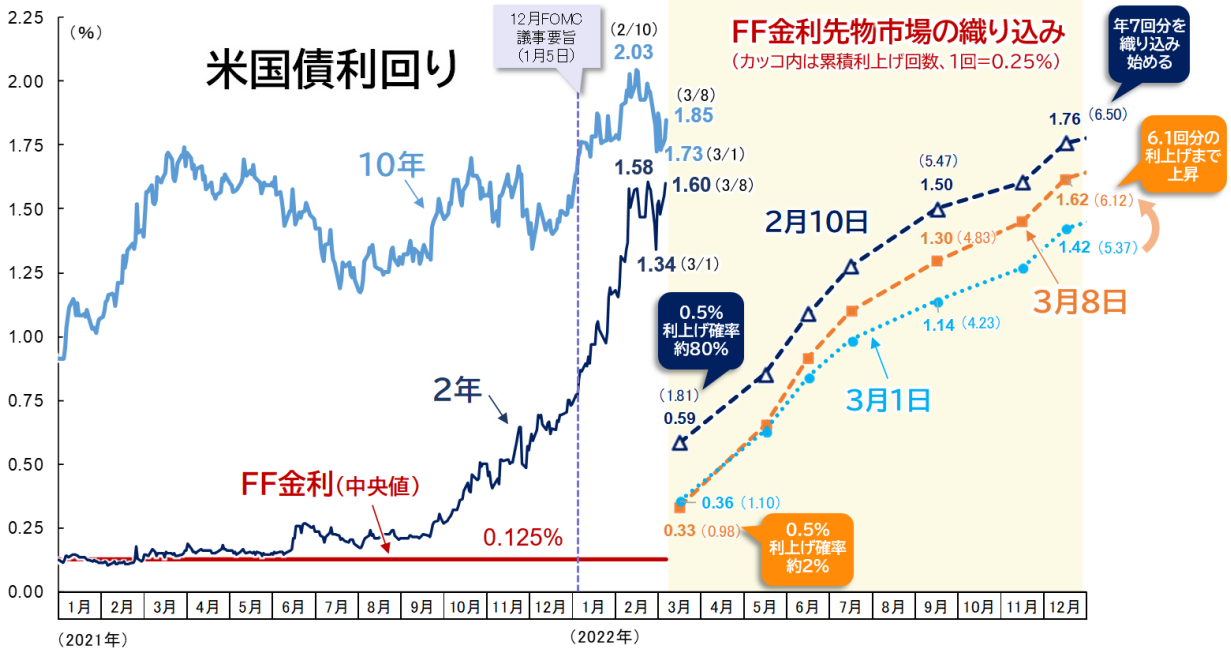
ここに注目

1. **焦点は原油価格と米金融政策:** マーケットが最も懸念する展開は原油など資源価格高騰による世界景気の悪化と金融引き締めの同時進行。15･16日のFOMC(連邦公開市場委員会)で米金融当局の姿勢を確認
2. **1990年の湾岸危機時の示唆:** 地政学リスクにより原油価格が高騰した局面として90年代初めの湾岸危機が参考に。イラクのクウエート侵攻から約2ヵ月後に原油価格はピークアウト。原油需給の緩和策が急務
3. **米国景気の耐久度を点検:** 原油高騰が世界最大の産油国である米国に与える経済的影響は他の消費国に比べて小さいと考えられる一方、インフレ期待の高進には要注視。マーケットが発する景気シグナルを点検

1. 焦点は原油価格と米金融政策: 来週のFOMCで米金融当局の姿勢確認へ

8日の米国市場ではNYダウなど主要株価指数が揃って下落する中、米10年国債利回りは1.84%と前日比6bp上昇(価格は下落)、2年国債利回りは同+6bpの1.61%と2019年12月以来の水準まで上昇しました。先週は、10年国債利回りが一時1.6%台まで低下するなど金利上昇に一巡感が見られましたが、原油価格の急伸を受けFRB(連邦準備制度理事会)の利上げが加速するとの見方が再び広がっています。先物市場が織り込む年内の利上げ回数は3月1日時点の5.4回から8日には6回超まで上昇しました(図表1ご参照)。

図表1 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

※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。

ただ、ウクライナ情勢に対するFRBの姿勢についてはパウエル議長が2日の議会証言で“米国経済への影響を確認しつつ正常化は慎重に進める”と述べ、景気の下押し要因としてウクライナ情勢を注視する姿勢を示しています。来週15･16日に行われるFOMCでFRBの政策スタンスを改めて詳細に確認することになります。

2. 1990年の湾岸危機時の示唆： イラクの侵攻から2ヵ月後に原油価格はピーク 需給緩和策が急務

地政学リスクで原油価格が急騰した局面としては、1990年初めの湾岸危機が参考となります。90年8月2日にイラクがクウエートに軍事侵攻したことを受けWTI期近は8月初めの21ドル台から2ヵ月後の10月初めには倍近い40ドル近辺まで急騰しました。ただ、その後懸念された中東原油全体への波及はなく需給の逼迫が進まなかったことから、年末にはWTI期近は20ドル台後半まで低下しました（図表2ご参照、1991年1年の多国籍軍によるイラク空爆でWTI期近はイラクの侵攻前の水準まで下落）。

WTI 先物価格は期先が期近より高い状態（コンタンゴと呼ばれる）が一般的ですが、イラクの侵攻直後は、期近が期先を上回る逆ザヤ状態（バークワーデーションと呼ばれる）が続き、それは現在にも当てはまります（図表2ご参照）。無論、90 年の湾岸危機と今回のロシア制裁の影響の深刻度合いは大きく異なり、単純比較することは適切ではありません。ただ、今回のように供給不安が高まった際、先ずは期近の価格が跳ね上がりますが、中期的な価格の水準については需給要因を見極めた上で判断する必要があることを前例は示唆しています。

原油需給については、米国のロシア産原油禁輸措置をはじめ、ロシアへの制裁、即ち、供給減につながる対応が先行しており、緩和策についてはこれまでのところ目立った進展はみられません。2 月 28 日付け弊社レポートでは、1）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）イランとの核合意の再建、4）北米シェールの増産後押し、などを具体的な対応策として挙げました。ロシア産原油の代替源の確保と脱炭素に向けた中期的な取り込みを同時に急ぐ必要があると考えます。

図表2 WTI先物市場 1990年初の湾岸危機時と現在

【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. 米国景気の耐久度を点検： 米国は最大の原油生産国 期待インフレの高まりは要注視

世界のマーケットの動向を左右する様々な要因の中で、マーケットが最も重視するのは米国経済と考えます。米国は世界最大の原油生産国で、近年は基調として純輸出国でもあります（図表3ご参照）。従って、原油価格高騰が米国経済に与える直接的な影響は、日本や欧州など他の石油消費国に比べて相対的に小さいと言えます。

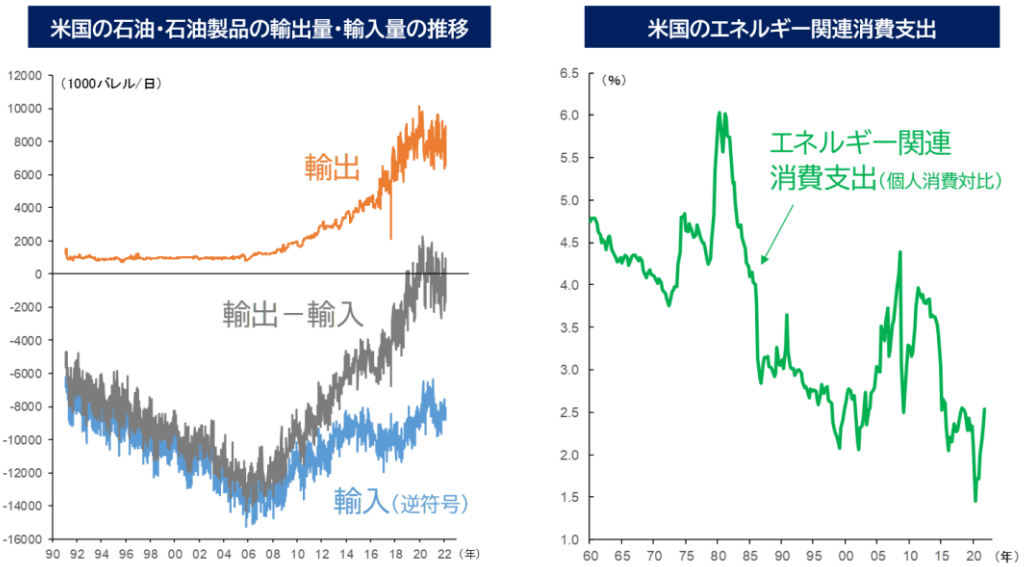
※当資料の使用に際し、最終ページの＜当資料に関するご留意事項＞を必ずご覧ください。

ガソリン価格や光熱費の上昇などによる家計の購買力低下には注意が必要ですが、エネルギー効率の上昇により、米国個人消費に占めるエネルギー消費の比率がすう勢的に低下しています。従って、前述の湾岸危機時や 1970 代の 2 度のオイルショック時に比べると、米国経済はエネルギー価格上昇の影響を受け難くなっていると言えます（図表4ご参照）。

他方、消費者物価が 40 年ぶりの高水準となる中、エネルギー価格の一段の上昇は人々のインフレ期待の加速につながり易い状態と言え、FRB が景気を犠牲にしてでも引き締めを続けざるを得なくなる展開には留意が必要です。

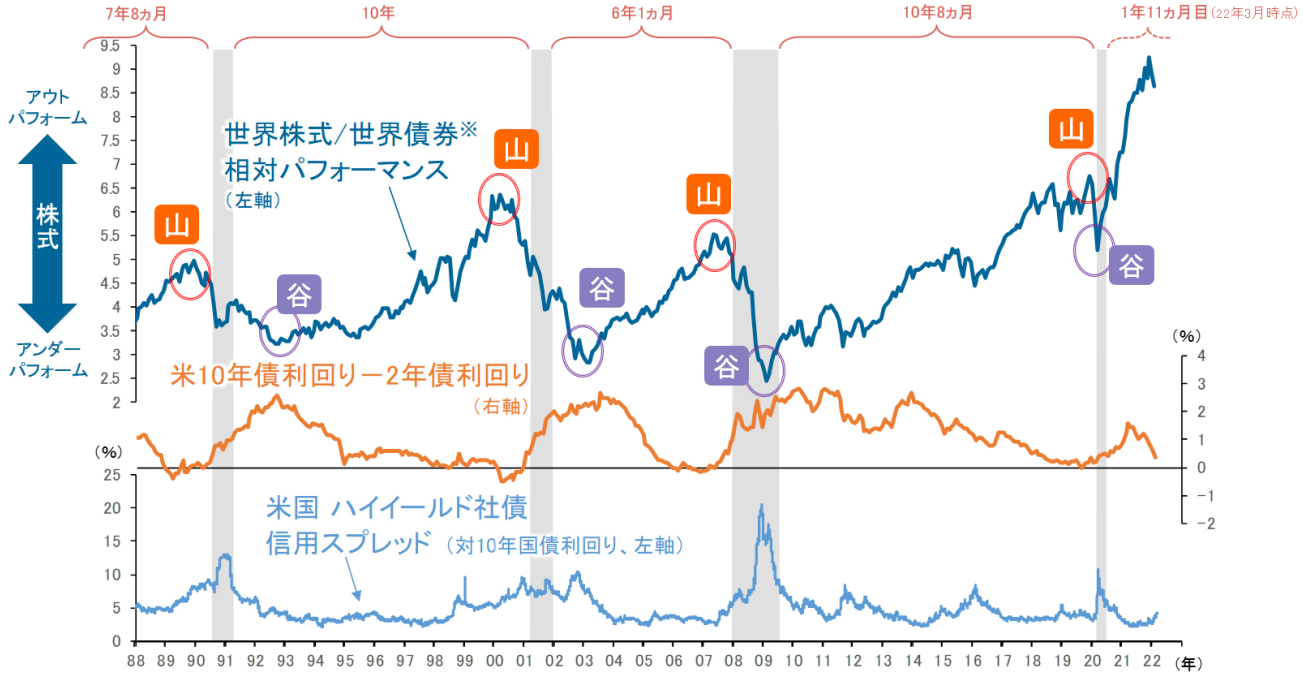
米国の景気・物価指標を丹念に点検すると同時に、長短金利差やハイイールド債の信用スプレッド（図表5ご参照）などマーケットが発する景気シグナルにも注視が必要と考えます。

図表3 米国の原油・天然ガス輸出入



【出所】DOE/EIA、Haver Analytics 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

図表4 米国景気サイクルとマーケット関連指標



※世界株式/世界債券。世界株式：MSCI-World 指数（現地通貨建て、配当込み）、世界債券：FTSE 世界国債インデックス（現地通貨建て、配当込み）

：米景気後退局面

【出所】Haver Analytics、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。

今後も、市場・経済動向を鋭意分析し、みなさまの資産運用のお役に立てますよう有益な情報提供に努めさせていただきます。

＜当資料に関するご留意事項＞
■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書（交付目論見書）」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。