

market:update

金融経済の見通し

February 28, 2022

(本レポートは 2/18 に原文で作成されたレポートに基づく参考和訳です。)

ウクライナ - 地政学におけるチェス盤のクイーン

元米国国家安全保障問題担当大統領補佐官のズビグネフ・ブレジンスキーは、1997年に出版された『The Grand Chessboard（日本語版タイトルは『ブレジンスキーの世界はこう動く—21世紀の地政戦略ゲーム』。後に『地政学で世界を読む—21世紀のユーラシア覇権ゲーム』と改題して文庫で出版）の中で、ウクライナの地政学的リスクについて以下のように述べています。

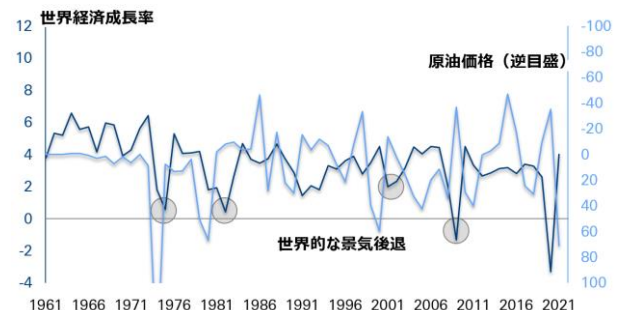
「ウクライナは、ユーラシアというチェス盤の上で新たに重要な位置を占めるようになった国であり、地政学上の要衝である。ウクライナが独立国となったこと自体がロシアの変化の一因になっているからだ。ウクライナを失っても、ロシアは帝国の地位を目指すことができるが、その場合、『アジアの帝国国家』という性格が強くなり、（1991年にソ連から）独立したばかりの中央アジア諸国（カザフスタン、ウズベキスタン、キルギス、タジキスタン、トルクメニスタン）への進出をはかる可能性が高い。そうなれば、再び植民地化されることを嫌い、南のイスラム諸国の支援を受けるであろう中央アジア諸国との泥沼の戦いに入り、ロシアは国力を弱めていくだろう。中国も、中央アジアの新興独立国への関心を高めていることから、ロシアが中央アジアに対する支配を再強化することには反対だろう。しかし、ロシアが、ウクライナに対する支配を取り戻せれば、5,200万人の人口、豊富な資源、黒海へのアクセスを手に入れることとなり、それは欧州とアジアにまたがる大帝國となる手段を回復することを意味する。ウクライナの独立が失われれば、中欧は直ちに影響を受け、ポーランドは『欧州における東西冷戦の最前線』という地政学上の要衝となる。」

このようにウクライナは、欧州におけるロシアの影響力を大きく左右します。仮にロシアがウクライナを支配すれば、欧州全体における米国の影響力は大きく低下し、ロシアとの対立は一気にポーランドに集中することになるでしょう。ウクライナは欧州のチェス盤のクイーンといえる存在で、ウクライナとロシアの間には戦争の危機が常に存在し、持続的な緊張緩和は望めません。

多くの国にとってロシアは重要な輸出先ではないので、ロシアによるウクライナの支配自体は世界経済にほとん

ど影響を与えないと思われます。しかし、軍事衝突によりロシアから世界へのエネルギー輸出が途絶え、（金融）制裁を受けることになれば、原油や天然ガスの価格高騰につながりかねません。原油価格の高騰が世界的な景気後退を引き起こし得ることは、過去の経験から明らかです。

エネルギー価格ショックは世界的な景気後退を引き起こす可能性
原油価格とグローバルGDP（前年比）



出所: データストリーム、メッツラー; 2021年1月31日時点

従って、もっぱら経済的な観点からは、エネルギー価格の動向だけが決定的な要因となるでしょう。

二つ目の論点：インフレ

受注残は積み上がっているものの、これまでのところサプライチェーンのボトルネックが生産の力強い回復を妨げています。このような背景から、製造業購買担当者景気指数とIfo景況感指数は、サプライチェーンのボトルネックの状況を示唆する重要な指標となっています。とはいえ、堅調な生産活動、ひいては労働需要の増加見通しに変化はありません。

デンマークのデータでは、ステルスオミクロン株 (BA.2) は通常のインフルエンザよりも著しく毒性の低いことが示されています。従って、欧州や米国では、行

market:update

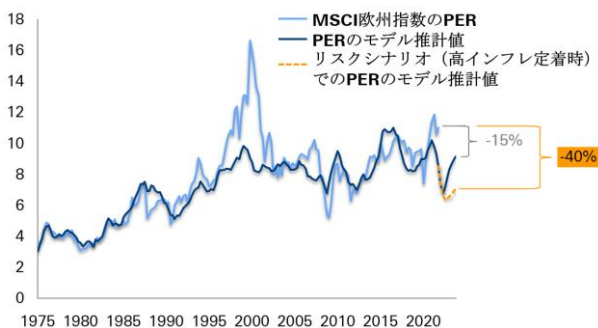
一動制限が解除される可能性が非常に高く、特にサービス業はその恩恵を受けるでしょう。唯一の問題は、労働力をいかに確保するかということです。欧州や米国では、労働市場はすでにパンデミック前の水準をほぼ回復しています。従って、サービス業では大幅な賃上げとインフレ率上昇の恐れがあります。

また、サンフランシスコ連邦準備銀行の調査によると、不動産価格上昇が、米国のインフレ率を今年と来年にそれぞれ約0.5ポイントずつ加速させる可能性があるとして示されています。このように、インフレは構造的な問題になりつつあります。米国とユーロ圏の消費者は物価高に不満を抱いており、消費者信頼感は低下しています。しかし、米国では消費者の労働市場に関する評価が、ユーロ圏では購買意欲が主要な景気先行指標となっています。米国では、労働市場に関する消費者の評価は最近非常に好調ですが、ユーロ圏では購買意欲は大幅に低下しました。しかし、これはおそらく新型コロナウイルスの感染拡大のためであり、一時的な低下でしかないとみえています。

高インフレが株式市場に及ぼす影響

インフレと金利は、株式市場のバリュエーション（株価収益率 (PER)）に影響を与えます。欧州のインフレ率と10年独国債利回り、およびMSCI欧州指数のPERには、1975年以降、安定的な相関関係が確認されます。

MSCI欧州指数：高いインフレ率と金利上昇は欧州株式のバリュエーションに下方圧力 MSCI欧州指数 株価収益率 (PER)



出所：データストリーム、メツラー；2021年12月31日時点

メツラー・アセット・マネジメントGmbHの試算では、高いインフレ率と10年独国債利回りの上昇により、今年前半にPERが40%程度低下する可能性があります。ただし、これは単に過去のインフレ率を入力要素として使用した結果です。現在、インフレ率は今後数ヶ月間にわたって大幅に減速すると予想されており、これが年後半のPERの高めの予想につながっています。基本シナリオでは、2023年末までにバリュエーションはわずか15%しか低下しないと推計されます。これは、金融市場参加者が「今後インフレ率は再び顕著に減速する」と予想する限り、バリュエーションは緩やかにしか低下しないはずであろうことを意味します。2023年末には、企業収益が合計で15%増加すると予想するので、2021年末から2023年末にかけてはバリュエーションの低下と利益の増加が等しくなるため、株価は横ばいで推移するとみえています。結局のところ、投資家は兩年とも3%の配当利回りを享受することになるでしょう。しかし、金融安定化への信頼が失われ、2022年と2023年に3%以上のインフレ率が予想される場合、40%程度の急激なバリュエーション調整が行われる可能性があります。

メツラー・アセット・マネジメントGmbHの分析では、米国のインフレ率は欧州よりすでにかなり高いため、米国については基本シナリオで約20%、インフレ期待が顕著に高まった場合には50%バリュエーションが低下する恐れがあります。特に今年前半は、インフレ懸念が金融市場の動揺を繰り返し引き起こす可能性があるともみえています。



Edgar Walli

メツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

market:update

1. 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2. 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3. 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4. 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
5. 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6. 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7. 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
8. 害について一切責任を負いません。
9. 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10. 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11. 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12. 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社

〒100-0011

東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階

Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号

加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会

W22-007