

## market:update

金融経済の見通し

2022年3月14日

## スタグフレーションが基本シナリオに

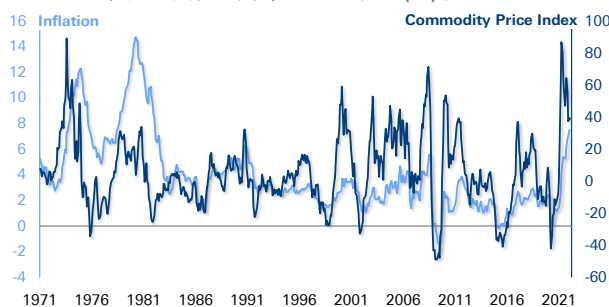
ロシアによるウクライナ侵攻の影響を経済的側面に限ってみると、世界経済はスタグフレーション・シナリオに向かい、欧州では景気後退すら迫っていることが示唆されます。

JPモルガンのコモディティアナリストは3日（木）、ロシアの原油市場について次のように述べています。「3月積みそれぞれ10万トンずつの9貨物が月、火に続いて水曜日にも買い手がつかなかったという事実が、ロシア産原油販売の難しさを象徴している。ロシアの原油輸出の指標となるウラル原油は、原油価格の国際的な指標である北海ブレント原油価格に対して過去最高の20米ドルのディスカウントで売り出されたが、買い手がつかなかった。その理由は、物流と需要にある。ロシアへの経済制裁と潜在的な風評被害を理由に、誰もロシア産原油と関わることを望まないのである。バイデン米大統領も、民主・共和両党の議員から、ロシア産の原油とガスの輸入を完全に停止するよう圧力を受けている。欧州では、エネルギー戦略の見直しが迫られている。」

こうしたなか、原材料不足に拍車がかかり、その価格が大幅に上昇しています。原材料価格上昇は、その需要を抑制するシグナルとなりますが、実際に原材料需要が減少するのは、景気後退や不況が顕著になったときに限られます。米国の商品価格動向とインフレ率を見ると、1973年のオイルショックの状況に近いことがわかります。当時は禁輸措置で原油供給が不足しました。

米国：1970年代初頭のような商品価格の上昇がスタグフレーションを引き起こす可能性

S&P GSCI商品指数（単位：前年比(%)）



\* エネルギー価格と食品価格を除く 出典 Refinitiv Datastream, Metzler, 2021年1月31日現在

## 中央銀行は需要を抑制しインフレをコントロールする必要

中央銀行は今後、商品供給量に対する超過需要を利上げによって再び抑制しなければなりません。したがって、欧州中央銀行（ECB）はいつでも行動を起こす意思があることを示すと予想しますが、9月に資産購入プログラムを終了させることには固執するでしょう。また、ECBは年内の政策金利引き上げの可能性を示唆するものと思われます。このようにして、ECBは中期的なインフレ率の上昇を許容しないという強いシグナルを送ることになり、議会証言で利上げ路線を堅持することを示唆した米連邦準備制度理事会（FRB）に追随することになるでしょう。その結果、2021年との比較では顕著な景気減速が予想されます。メッツラー・アセット・マネジメント GmbHでは、2022年のユーロ圏の経済成長率見通しを4.0%超から2.0%に引き下げ、インフレ見通しを5.0%に修正しました。ただし、欧州はロシアとウクライナからの商品輸入に依存しているため、景気後退のリスクすらあります。

## 石油備蓄が放出される可能性

国際社会には、石油不足による景気後退を防ぐための選択肢があります。例えば、経済協力開発機構（OECD）の主な石油消費国で構成される国際エネルギー機関（IEA）の加盟国は、現在15億バレルの緊急時用石油備蓄を有しています。これには、さらに27億バレルにのぼる商業用石油備蓄は含まれていません。JPモルガンの試算によれば、毎月約5000万バレルの緊急時用備蓄を放出すれば、年末までのロシアの原油供給量の減少をある程度補うことができるとしています。また、米国でシェールオイルの生産が急増する可能性もあります。

# market:update



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

1. 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・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ます。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ます。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. 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。
9. 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。
10. 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。
11. 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

W22-009