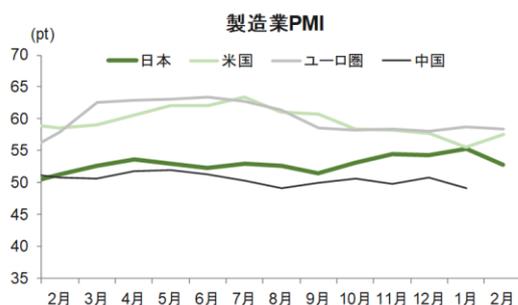




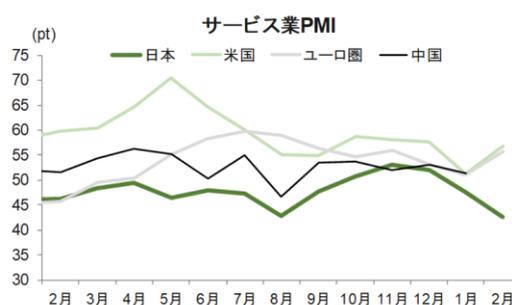
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済はウクライナ情勢の緊迫化により、短期的に大きく変動しうる状況に置かれている。戦争というネガティブワードが持つ力により、消費者マインドの低下だけではなく、戦争状態が長期化すれば、世界のマクロ経済や金融システムに与える影響も懸念される。マクロ経済減速懸念の反面、資源・穀物高も懸念材料である。債券、株式、為替の各市場はウクライナ情勢により「双方向」に変動しうる材料の真っ只中で、引き続き短期的にボラティリティが高い展開が予想される。
- **注目材料:** ウクライナ情勢の緊迫化とロシアへの経済制裁（ロシア大手行をSWIFTから排除すること、およびロシア中銀の外貨準備を凍結すること）が、今後世界経済や金融市場に与える影響が懸念される。ウクライナ危機とロシアへの経済制裁が長期化すれば、ロシア国内のみならず世界の金融システムや事業会社のバランスシート／収益に与える影響も無視できない。2月末時点では、世界の金融市場は短期的（～2週間程度）に停戦協定が結ばれることをメインシナリオにしているように見えるが、戦争等の有事に対して金融市場が期待することが少なくとも90年代以降は過剰に楽観的である可能性があることを意識したい。加えて、ウクライナ情勢の緊迫化により、今後の世界秩序（中国を含む強権国家のあり方）、エネルギー政策（原子力やLNGを含む現実的なエネルギーミックスへの先祖返り）、ESG投資（ロシア等に関与する企業に対するダイベストメントの加速など）などに変化をもたらす可能性があることにも注目したい。

### 1. マクロ経済展望 ～ 金融引き締め懸念の台頭

グローバル・マクロ経済は、まちまちの展開が続いている。米国および欧州は短期的にリバウンドしているように見えるが、2月下旬のウクライナ情勢の緊迫化をうけ、短期的かつ大規模な失速懸念もある。日本は新型コロナウイルス感染症（COVID-19）対策に加え、自動車業界の生産調整の影響が大きく、他国比で大きく失速している。中国は21年半ばから後半にスローダウンしたのち、21年12月9日の経済工作会議にて22年の経済政策を「安定」と表現したことから、22年は実質GDP成長率の引き上げが期待されている。北京冬季五輪まではオミクロン株に対し「ゼロコロナ対策」が強烈に推進されていることから足もとまでのPMI等の指標の反応は鈍いが、与信引き締めに見舞われていた不動産セクター等への与信額も回復しつつあることが確認されており、今後は回復基調が鮮明になるとと思われる。



出所: Bloomberg

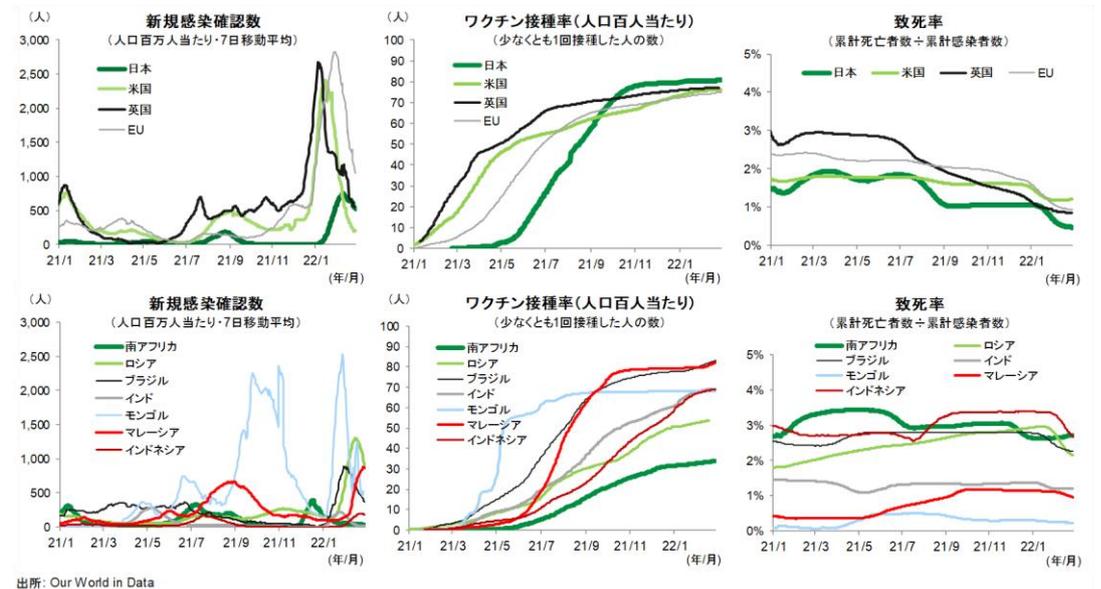


出所: Bloomberg

る。

新型コロナウイルス感染症の日次新規感染確認数は、世界的に減少基調に転じている。米欧の多くは、新規感染確認数ではなく重症病床使用率に政策変数の舵を切り、既に多くの制限措置を解除した。一方日本は、依然として病床使用率や重症病床使用率が高いこともあり、多くの都道府県で蔓延防止等重点措置が発動されており、3月以降も人口の多い都道府県を中心に延長が予想されている。

しかし、もはや新型コロナウイルス感染症が世界のマクロ経済を左右する重要指標と考える人は少なくなった。とりわけ、ウクライナ情勢の緊迫化とそれに伴うロシアへの経済制裁発動は、世界のマクロ経済や金融市場に与える影響が大きかった。



後段では、ウクライナ情勢の緊迫化によるマクロ経済や金融市場への影響をまとめた。主旨は、

- ロシアへの経済制裁（ロシア大手行を SWIFT から排除、およびロシア中銀の外貨準備を凍結）は、ロシア経済や金融市場に甚大な影響を与える可能性が高い（特に外貨準備凍結のインパクトが大きい）
- また、ロシアに資産やエクスポージャーを保有するロシア以外の国の金融機関や事業法人のバランスシートや業績に与える影響も無視できない
- 戦争というネガティブワードがもたらす消費者マインドの悪化も懸念材料であり、上記を通じて世界のマクロ経済に負の圧力をかける可能性が高い
- 2月末時点での世界の金融市場の期待は、戦争は短期終息（～2週間程度）であり、楽観論が支配している。しかし、足もとまでに生じている事象の多くは、つい1ヵ月ほど前までは市場が予想するシナリオではなかった。有事に対して金融市場が期待することは、少なくとも90年代以降は過剰に楽観的である可能性がある
- 加えて、ウクライナ情勢の緊迫化により、今後の世界秩序（中国を含む強権国家のあり方）、エネルギー政策（原子力や LNG を含む現実的なエネルギーミックスへの先祖返り）、ESG投資（ロシア等に関する企業に対するダイベストメントの加速など）などに変化をもたらす可能性があることにも注目

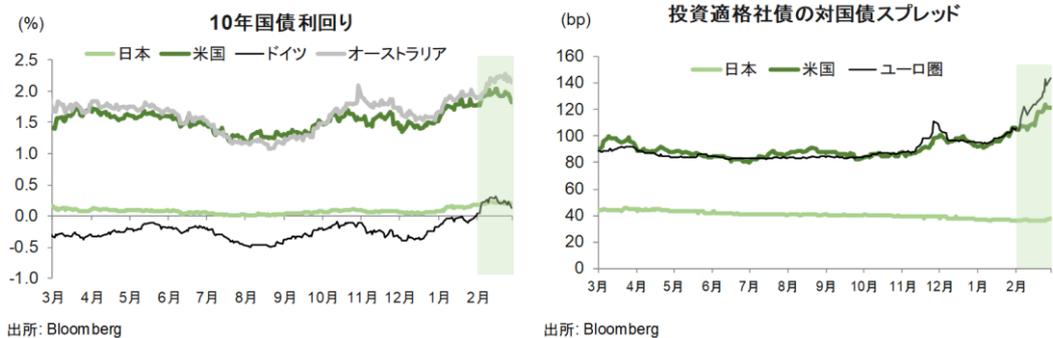
である。

## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場 ~ ウクライナ情勢の緊迫化で急変

2月の債券市場は後半に向けて金利低下が鮮明になった。前半はインフレ懸念の一層の高まりを背景に、3月のFOMCでFRBが50bpの利上げをすることを織り込み、金利カーブ全体をフラット化させつつ長期金利も上昇した。一方、後半はウクライナ情勢の緊迫化によるマクロ経済失速懸念を背景に金利低下となった。

クレジット市場は、前半は金利水準の不透明性の高まりによる需給軟化、後半はウクライナ情勢の緊迫化による金融システムや企業業績への負の影響を嫌気して、クレジットスプレッドはワイド化を続けた。クレジットカーブがスティーブ化（低格付けクラスほどスプレッドのワイド化幅が大きい）すると共に、欧州のアンダーパフォームが目立った。



ウクライナ情勢の緊迫化は、欧州を中心にマクロ経済失速につながりかねないものの、資源・穀物価格上昇によるインフレ長期化懸念にもなる。2月3週目までの債券市場は、この2つの背反するテーマに対して迷いがあったものの、2月24日以降はその迷いを払拭するかのようになり金利低下が鮮明になった。中銀の使命として過度なインフレ抑制があるのは言うまでもないが、マクロ経済および消費者マインドが失速するならばインフレは自然に沈静化する。また、ウクライナ情勢の緊迫化は世界の金融システム不安を誘発する可能性を秘めており、常に市場に対して流動性供給が出来る体制を維持することも重要である。中銀にとっては、株価維持よりもインフレ抑制、そしてインフレ抑制よりも金融システムの健全性維持が優先されることを忘れてはならない。

当面の間、債券市場はウクライナ情勢に一喜一憂する展開になろう。金利は下落・上昇の双方に振れる可能性がある。

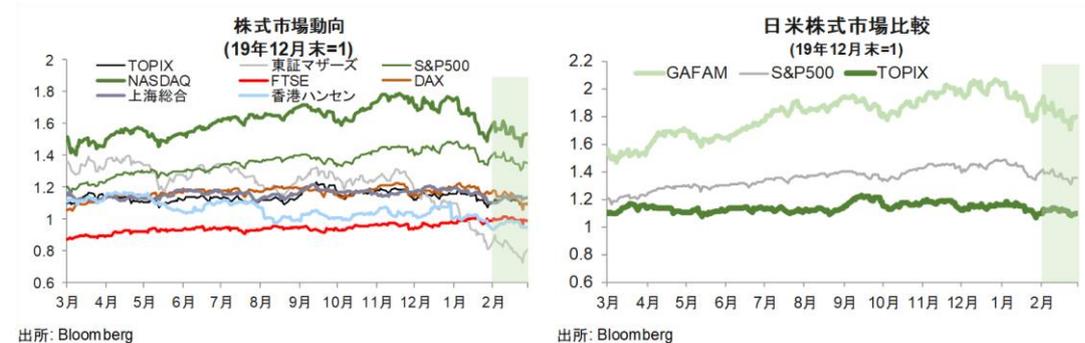
### ② 株式市場 ~ ウクライナ情勢の緊迫化はポジティブ? ネガティブ?

2月の株式市場は、短期的な上下動を続けつつも主要市場で下落が継続した。ただし、2月24日以降はNASDAQや香港市場などで力強い回復もみられた。債券市場と同様に前半はFRBのタカ派化を嫌気した売り優勢の展開となり、ウクライナ情勢の緊迫化に対する初期反応もネガティブだった。一方、市場予想を上回るロシアの強行姿勢に対し、G7を含む米欧諸国が団結力を強め、ロシアへの制裁を強めるなか、市場ではFRBを含む主要中銀のタカ派化姿勢の緩和を意識し金利が低下した。金利低下の背景がマクロ経済の失速であるものの、ハイテク関連銘柄を主力とするNASDAQなどはショートカバーに加えバリュエーション指標の改善を期待した買いが膨らみ急回復した。エネルギーセクターも株価指数に貢献した。

ただし、月央以降は、ウクライナ情勢の緊迫化によるロシア関連資産の減損リスクの高まりもあり、総合商社、自動車、機械関連銘柄の株価下落がみられた。英BPはロシア石油大手ロスネチフの株式売却に伴う減損計上を嫌気した売りに押された。ロシアとの事業によるバランスシートおよび売上高/利益に与える影響が顕在化するのはいずれからであり、

株価指数の上値を抑える可能性がある（特に遅行系列としての金融セクターの株価パフォーマンスに注目したい）。

当面の間、株式市場もウクライナ情勢に一喜一憂する展開になる。株式も下落・上昇の双方に振れる可能性がある。



### ③ 為替市場～ 米ドル高が服

2月の為替市場は、月後半にかけて米ドル高が顕著になった。前半は新興国通貨が対米ドルで堅調となったが、欧州はウクライナ情勢がくすぶるなか対米ドルで一進一退の展開が続いた。下旬にかけてウクライナ情勢が緊迫化したことにより、いわゆる「有事のドル買い」による米ドル急伸がみられたが、月末は米金利低下による米ドル安基調となるなど、短期的に市場トレンドが大きく振れるボラティルな展開となった。



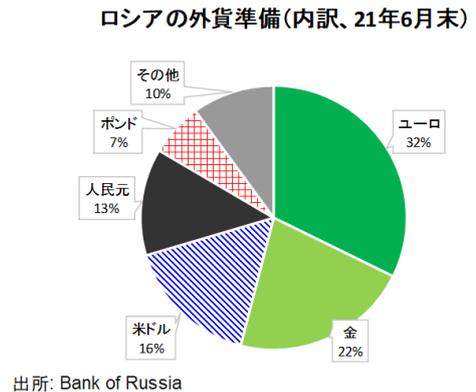
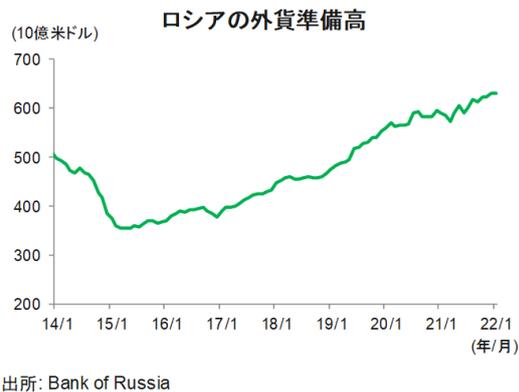
とりわけ動きが著しかったのがロシア・ルーブルである。2月27日にロシア中銀の外貨準備を凍結する措置が発表されたことをうけ、28日のルーブル相場（対米ドル）は急落した。既に上昇基調にあるインフレ、ロシア大手行の SWIFT からの締め出しの影響も大きく、ロシア経済および金融システムに与える影響は甚大になる可能性がある。通貨下落に対し、ロシア中銀は28日に緊急利上げを発表し、政策金利を一気に20%まで引き上げた。外貨準備を使ったルーブル買い介入が困難になるなかで通貨防衛をする意図に加え、国内で今後予想される物価上昇に対し、国民負担を軽減する（ルーブル建て預金利息上昇によって）目的もあるのだろう。しかし、政策金利上昇がマクロ経済に与える負の影響が懸念され、ルーブルに対する信認が回復する可能性は低い。

為替市場もウクライナ情勢次第で短期的に一喜一憂する展開が続くだろう。米ドルも上下双方に振れうる難しい展開が予想される。

### 3. 注目材料～ ウクライナ情勢の緊迫化によるマクロ経済や金融市場への影響

ロシアは2月24日、ウクライナへの軍事侵攻を開始し、以降、グローバル金融市場はウクライナ情勢に数時間単位で一喜一憂している。ロシアによるウクライナ侵攻はある程度予想されていたが、実際に侵攻が始まると金融市場は極めてナーバスに反応するようになった。そして、27日に米欧諸国が発表したロシアへの追加経済制裁、具体的には、ロシアの一部の大手行をSWIFTから排除すること、およびロシア中銀の外貨準備を凍結することにより、状況は一変しつつある。

ロシアへの経済制裁について、報道の多くはロシア主要行がSWIFTから締め出されることを強調している。SWIFTとは何かから始まり、中国人民元の決済システム（CIPS）があるから大丈夫というような楽観論も多い。ただし、既に米ドル決済からロシア主要行が締め出されていること、およびエネルギー取引は対象外になる可能性があるため、ヘッドラインの大きさに対して短期的な影響は大きくないだろう。一方、中銀資産凍結はロシアに対して大打撃になる可能性がある。すなわち、短期的に通貨ルーブルの急落が生じ、ハイパーインフレや金融システム不安が台頭することを通じて、国内経済が混乱するためである。米欧諸国の狙いは恐らくここにあり、実際に戦争せずにプーチン政権を国内世論によって崩壊に追い込むことにあるのではなかろうか。



ロシアの外貨準備高は、14年のクリミア半島併合の際の通貨安に対する為替介入等により外貨準備高を大幅に減少させた。一方、その後はエネルギー相場回復の恩恵もあり、足もとは過去最高水準にある。また、外貨準備の内訳をみても、近年は金や人民元の比率を高めており、21年6月末時点で金と人民元で3割を超える水準にある。しかし、米欧諸国がロシア中銀との取引を停止し、外貨準備を凍結するならば、ユーロ、米ドル、および英ポンド建ての外貨準備だけではなく、金の米ドル等への換金も難しくなる。市場の一部には、外貨準備の分散、および外貨建て債務に対する外貨準備の潤沢さを背景に楽観論も見られるが、中銀資産凍結の影響は大きいと言わざるを得ない。

ロシア国内経済および金融システムの混乱が、他国に与える影響も懸念される。例えば、ロシア向けの与信額は、欧州各国が上位を占めており、多い順にフランス、イタリア、オーストリアと続き、当該3国で海外銀行のロシア向け与信残高の過半を占める。ロシア向け与信残高が大きいフランスとイタリアについては、G-SIBの仏ソシエテ・ジェネラルおよび伊ユニクレディットのロシアを含む東欧向けエクスポージャーが大きいことが知られている。

非金融法人についても、①ロシア向け売上減が利益減に伝播する可能性、および②ロシア向け資産の減損による純資産価額棄損リスク、に晒されている。日本企業に関しては、①の観点からは自動車・機械セクターが一定の売上高を有しているものの、実際の金額は小さく、売上減による利益減が甚大な影響に至る可能性は低い。一方、②は影響が大きくなる可能性がある。開示に限りがあるものの、例えば総合商社はロシアへのエクスポージャー（投融資保証と貿易債権などの合計額）を有している。エネルギー価格が急騰するなか、ロシア

以外のエネルギー権益がもたらすポジティブな効果がマイナス影響を上回る公算もあるが、相応の負担が生じる可能性がある。27日には英 BP がロシア国営企業であるロスネフチ株を売却し最大 250 億ドルの減損処理を行うと発表した。これに続き英シェルが露ガスプロムとの共同事業である「サハリン 2」からの撤退を表明した。サハリン 2 には日系企業も参加しているため、今後の影響が注目されよう。

このように、ロシアへの経済制裁はロシアへの負の圧力になるだけでなく、金融システムや事業法人への負の影響を通じて世界経済ならびに金融市場に影響する可能性がある。ここで重要なのは、リスク資産に対してポジティブな側面とネガティブな側面があることである。

ポジティブな側面をみれば、米国市場ではウクライナ情勢が緊迫化するにつれ、国債利回りは低下基調に転じている。これまでタカ派化してきた FRB が、ウクライナ情勢の緊迫化による金融システム不安やマクロ経済への短期的かつ急速な負の圧力に晒され、3 月以降に予想されていた利上げ等の金融引き締めペースが緩和されるのではないかと期待に因る。金利低下は NASDAQ 銘柄を中心にハイテク株の評価にとってポジティブと捉えられ、2 月 24 日以降、NASDAQ 銘柄を中心に株式市場は底堅い。

一方、ネガティブな側面からみれば、前述のような特定業種／企業における業績やバランスシートへの負の影響や、「戦争」というネガティブワードがもたらす消費者マインドの低下、更には資源（原油、LNG、石炭など）・穀物（小麦、トウモロコシなど）価格の急騰をもたらすインフレ長期化につながる。

2 月末時点では、世界の金融市場は短期的（～2 週間程度）に停戦協定が結ばれることをメインシナリオにしているように見える。この限りにおいて、足もとで生じているような資源・穀物価格高騰も短期的に沈静化し、過剰に冷えそうな消費者マインドが安定化すること等も期待できよう。また、仮に金融システム不安を背景に金融市場が混乱することになれば、20 年 3～4 月と同様に、政府・中銀による大規模な支援策が展開される可能性も高いだろう。仮にインフレ不安が残るとしても、中銀にとって最優先順位にあるのが金融システムの安定性維持に他ならないからである。

しかし、忘れてはならないのは、ロシアへの経済制裁を含む足もとまでに生じている事象の多くは、つい 1 カ月ほど前までは市場が予想するシナリオではなかったということである。「遠くの戦争は買い」の言葉にあらわれているように、戦争等の有事に対して金融市場が期待することは、少なくとも 90 年代以降は過剰に楽観的である可能性があることを意識したい。

加えて、ウクライナ情勢の緊迫化により、今後の世界秩序（中国を含む強権国家のあり方）、エネルギー政策（原子力や LNG を含む現実的なエネルギーミックスへの先祖返り）、ESG 投資（ロシア等に関与する企業に対するダイベストメントの加速など）などに変化をもたらす可能性があることにも注目したい。

（了）

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

本資料は金融専門業者に外部委託して作成しております。内容は執筆者の個人的見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

#### **上田八木短資株式会社**

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第 243 号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1 丁目 2 番 3 号 tel : 03-3270-1711  
（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4 番 2 号 tel : 06-6202-5551  
（代表）

加入協会 日本証券業協会