

地政学リスクとFRB引き締め「双子の逆風」

ウクライナ緊張に高インフレと金融引き締め「負の連鎖」

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/2/25 (金)

ウクライナ緊張とFRB積極利上げの「双子の逆風」に見舞われる米国株にあって、ナポレオン戦争時に著名投資家ネイサン・メイヤー・ロスチャイルド氏が残した名言「大砲の音と共に買え」が奏功するか疑問視される。エネルギー資源大国ロシアが絡む地政学リスクだけに天然ガスや原油高騰が高インフレを助長し米FRB引き締め加速の「負の連鎖」が重石となりそうだ。

外交問題より国内経済への関心高い米国民

あるワシントン情報筋によれば、「ウクライナのNATO加盟を是が非でも阻止したいプーチン氏は米国にNATO不拡大の確約を求めたが、プリンケン米国務長官がこれを拒否、武力侵攻でウクライナを分断し一部を奪取するしか術がなくなった」という。

プーチン露大統領が21日、国民向けTV演説でウクライナ東部ルガンスク人民共和国とドネツク人民共和国の独立を認める大統領令に署名したと一方的に独立を承認し、ロシア軍の派兵を命じた。欧米西側との対立が決定的となり、ウクライナ国境に控える10万人超のロシア軍の行方が注視される。

今回、プーチン氏はNATO不拡大について文書で確約を得るという自らの譲れない一線を鮮明にし、米国がNATO不拡大を拒否することを承知の上で交渉中身を逐一公表する異例の外交戦術をとった。案の定、プリンケン米国務長官は1月26日、文書でNATO不拡大要求を拒否した。何より、ロシアにとり旧ソ連ウクライナとジョージアのNATO加盟の阻止こそが絶対ラインであり、2008年の北京五輪時にロシアはグルジアに侵攻、2014年の冬期ソチ五輪後にクリミア併合もあり、五輪とロシアには深い因縁がある。

12月の米露首脳会談で、プーチン大統領は反ロシア親欧米路線を強化するウクライナを念頭にNATOの東方不拡大やNATOが攻撃兵器を配備しない「法的拘束力のある保証」を求めたのも、ロシア語を話しロシア人としての複合アイデンティティを持つウクライナ東部の分割を念頭に置いていたからに他ならない。

そもそも、ウクライナの一大部分割論は2015年「ミンスク合意」にあり、これは、ロシア、ウクライナ、ウクライナ東部2州が交わした合意で、ウクライナ東部紛争に関する停戦合意である。戦闘の停止に加え、ウクライナ東部の親露派支配地域に「特別な地位」(自治権)を与える等ロシアに有利な内容となっている。2019年に就任したウクライナのゼレンスキー大統領は、自国に不利な戦局での合意修正を求め

たがロシアが拒否し、今日に至っている。

外交的な打開の糸口はロシアとウクライナによる「ミンスク合意」遵守にあったが、ウクライナがミンスク合意を履行するのはNATO加盟を断念するより困難であった。何しろ、21年12月に行われた世論調査によれば、ウクライナ国民の75%はミンスク合意は修正ないし放棄すべきだと回答、履行すべきだとの回答は12%にとどまった。

ロシアのウクライナ侵攻を巡る緊張は、1) 緊張緩和へ向けた外交的努力、2) 交渉継続の一方で高まる緊張、3) ドンバスもしくは周辺で衝突発生、4) ウクライナへの侵攻のステップを踏みつつ現状は発砲など3)の局地衝突に緊張が高まっていた。ウクライナ情勢は17日以降ドンバスで新ロシア派+分離主義派とウクライナ軍との小競り合いにロシア軍が加担、ウクライナ軍兵士が2人死亡。バイデン大統領ならず西側から軍事侵攻への警戒が最大となっていた。

一方、カブール陥落の失点を挽回すべく、バイデン政権は国内外にウクライナ問題で「強い米国」の復活を印象付けたいところだが、米国では特に無党派層がウクライナに無関心が多い一方でウクライナ緊張がエネルギー価格高騰を招いて米国人の生活を圧迫、特に米1月消費者物価指数が前年比7.5%と40年ぶり高インフレを記録し、外交問題より国内経済への関心が高い。

ウクライナ問題への対応次第で一時40%を割り込んで低迷するバイデン大統領の支持率を一段と押し下げ、中間選挙に決定的な打撃となりかねない。怯んだバイデン政権の足元を見据えたプーチン露大統領の「鬼のいぬ間の洗濯」の様相を呈す。

「DEI」から派生する賃金インフレ圧力

「似ても似つかぬ人物だが、プーチン氏はウクライナ侵攻、パウエル氏は積極利上げでいずれも米国株を震撼させている」(米バロンズ誌2月19日号電子版『What Will Stocks Do if War-or Peace-Erupts in Ukraine? (ウクライナ戦争ないし平和で米国株はどうなる?)』)ー。

かねて予想されたウクライナ侵攻が現実のものとなれば米国株はどの程度下げるのか、あるいは既に下振れリスクを織り込み過ぎたのか、逆に、軍事侵攻が回避されたら株価は反発するのだろうか。

言えることは、米国株式市場がウクライナ侵攻とFRB積極利上げという「双子の逆風」に見舞われているという事情であり、ナポレオン戦争時に著名投資家ネイサン・メイヤー・ロスチャイルド氏が残し

た名言「大砲の音と共に買え」に準え、ロシアのウクライナ侵攻は「押し目買い好機」とはならない可能性だ。

もっとも、戦争には金利上昇の抑制という良い面があるのかもしれない。米 10 年債利回りは足元の上昇から安全資産としてのヘッジ買いに米 10 年利回りは前週に 2.06%と 2019 年 7 月以来の高水準へ上昇したが 2 月 18 日に 1.92%まで低下した。

年内の利上げ織り込み度は前の週に 25bp 利上げを 7 回（3 月以降毎回利上げ）織り込んでいたが、ウクライナ侵攻近しとの地政学リスクに直近では 6 回に下方修正された。

だが、戦争に関係なく、「前門のインフレ、後門の金融引締め」の負の連鎖があり、高インフレが続く要因に、E（環境）S（社会）G（企業統治）ESG 等「脱炭素革命」によるエネルギー高騰がある。

特に、E（環境）の分野では脱炭素の大きな流れの中、化石燃料の供給が抑制的となり資源・エネルギー価格が高騰する。S（社会）や G（企業統治）の分野では、1) ダイバーシティー（多様性）、2) エクイティ（公平）、3) インクルージョン（包摂）のいわゆる「DEI」に消極的な企業が働く人たちの環境を整え、人件費の押し上げ要因になることは言うまでもない。

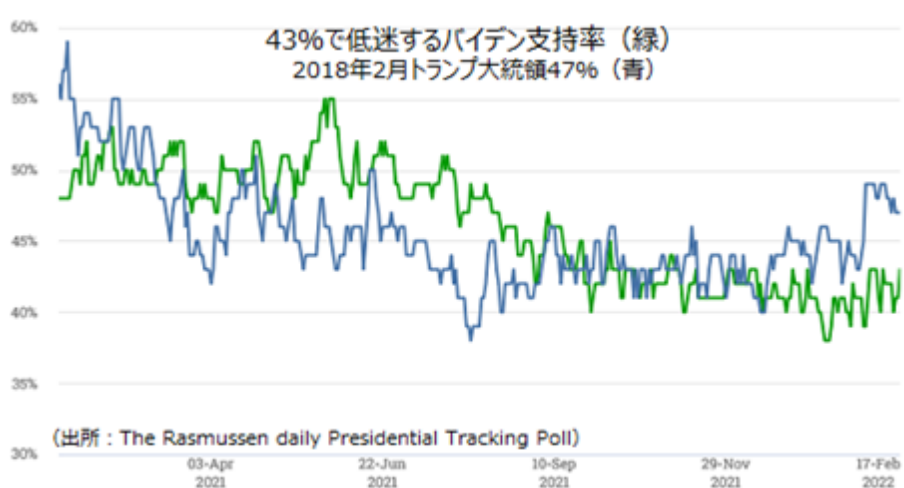
問題は、こうした E（環境）を起点にしたエネルギー価格上昇、SG（社会・企業統治）を起点とした人件費の高騰は一過性でなく、中長期的な時代の潮流として持続的となる可能性が高い。

かかるスパイラルな賃金と物価の上昇が FRB の積極引締めを誘発しナスダック指数はもちろん、一時は 50 日移動平均線へ戻したダウ平均のほか米 S&P500 を含め 200 日移動平均線を割り込んだ米国株の重石となっている。

しかも、ブルームバーグ調査のエコノミスト予想中央値によれば、米 1 月個人消費支出（PCE）価指数の上昇率は前年同月比 6%、コア PCE 価格指数（食料品・エネルギー除く）は 5.2%が見込まれる。

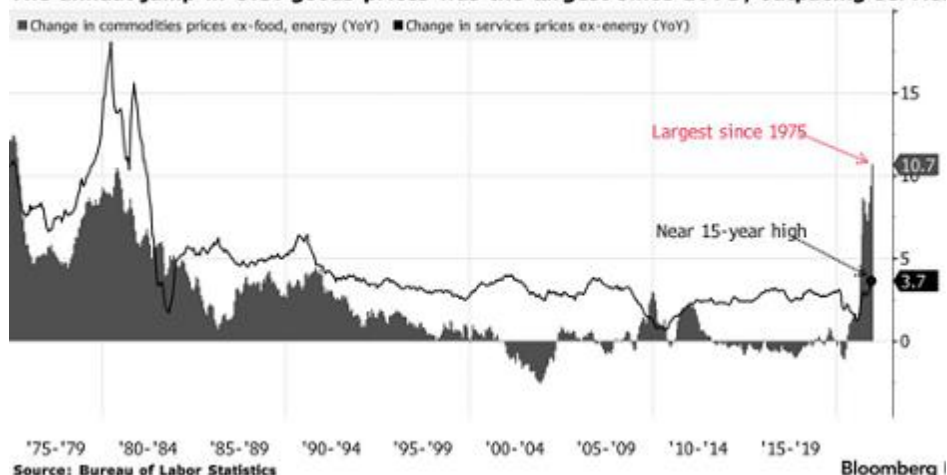
ロシア原油は英欧の総輸入の 20%程度、ロシアの輸出先の半分を英欧が占め、天然ガスは欧州にとり 40%程度をロシア輸入に頼る一方、ロシアのドル建て外貨準備と対外債務が減少しており、以前より経済制裁に耐性があるという。

もっとも、ウクライナ侵攻により経済制裁が発動されれば、少なくとも天然ガスが 50%、原油先物は 20%上昇すると見られ、エネルギー高騰がさらなるインフレ昂進となって FRB 積極利上げの「負の連鎖」に繋がり株価底入れは未だ見通せない。



Inflation at Its Core

The annual jump in U.S. goods prices was the largest since 1975, outpacing services



When to Shrink?

Fed's balance-sheet surge likely to end in March



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。