



地政学的イベントの先を見据えて

Zhenghao Phua ポートフォリオ・マネジャー、
イーストスプリング・ポートフォリオ・アドバイザーズ、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

地政学的イベントが株式市場に与える影響は短期的なものにとどまる傾向があります。一方で、昨今の世界的なインフレ率の高まりは今後の市場にとってより永続的なテーマとなりそうです。

2022年にはより戦略的な投資行動が必要であると考え、私たちは年初に株式については中立スタンスに移行しました。しかし、新興国株式市場は年内には好転すると予想しており、市場の下落局面においても引き続き投資機会をうかがっています。

ここ数週間の株式市場は、ロシア・ウクライナ情勢の外交的解決への期待と武力衝突への懸念の間で揺れ動き、投資家心理が冷え込む中、不安定な状況が続いています。本稿執筆時点（2022年2月24日）では、ロシアのプーチン大統領が2月24日にウクライナでの軍事作戦の開始を宣言し、世界中に大きな衝撃を与えました。

ロシアのウクライナにおける最近の行動の影響を分析する際には、多くの複雑な力学が絡み合っている点を考慮する必要があります。

- ▶ ウクライナの人口が約4,400万人であり、1991年にウクライナ人の9割がそれまでのソ連からの離脱に票を投じて独立したことを考えると、ロシアによるウクライナの完全な併合はかなり難しいことがわかります。
- ▶ 米国、英国、EUによる制裁の範囲と効果については、2月22日、米国、英国、EUは、ロシア国債の取引制限、ロシアのオリガルヒ（新興財閥）と個人、銀行、国会議員の資産凍結などの制裁第一弾を実施しました。また、ドイツは、ロシアからの天然ガスを輸送する海底パイプライン「ノルドストリーム2」のプロジェクト承認停止を明らかにしました。
- ▶ 核保有大国であり、世界有数の資源供給国であるロシアからの報復の可能性についてですが、ロシアは世界最大の肥料輸出国であり、自動車の触媒コンバーターに使用されるパラジウムの世界生産量の43%を占めています。また、ウクライナで既に始まっているロシアからのサイバー攻撃の拡大リスクも高まっています。

- ▶ 欧州のエネルギー輸入、特に天然ガスのロシアへの依存度は高く、欧州で消費される天然ガスの約3分の1、ドイツの天然ガスの輸入先の5割強をロシアが占めています。
- ▶ 現在の高い原油価格、ロシアの低い債務水準（2022年時点での政府債務の対GDP比は17.9%と推定¹⁾）、高い外貨準備高（2021年12月時点で約6,300億米ドル）を背景に、ロシアが潜在的制裁に対してより強い耐性を有しています。
- ▶ 世界に対するエネルギー供給国としてのロシアの影響力は決して小さくありません。天然ガスや石油の輸出国であるロシアにとって、既に7年ぶりの高値にある原油価格の急騰はプラスであり、ロシアがウクライナに対して強気の姿勢を貫く支援材料になっています。

短期的な影響

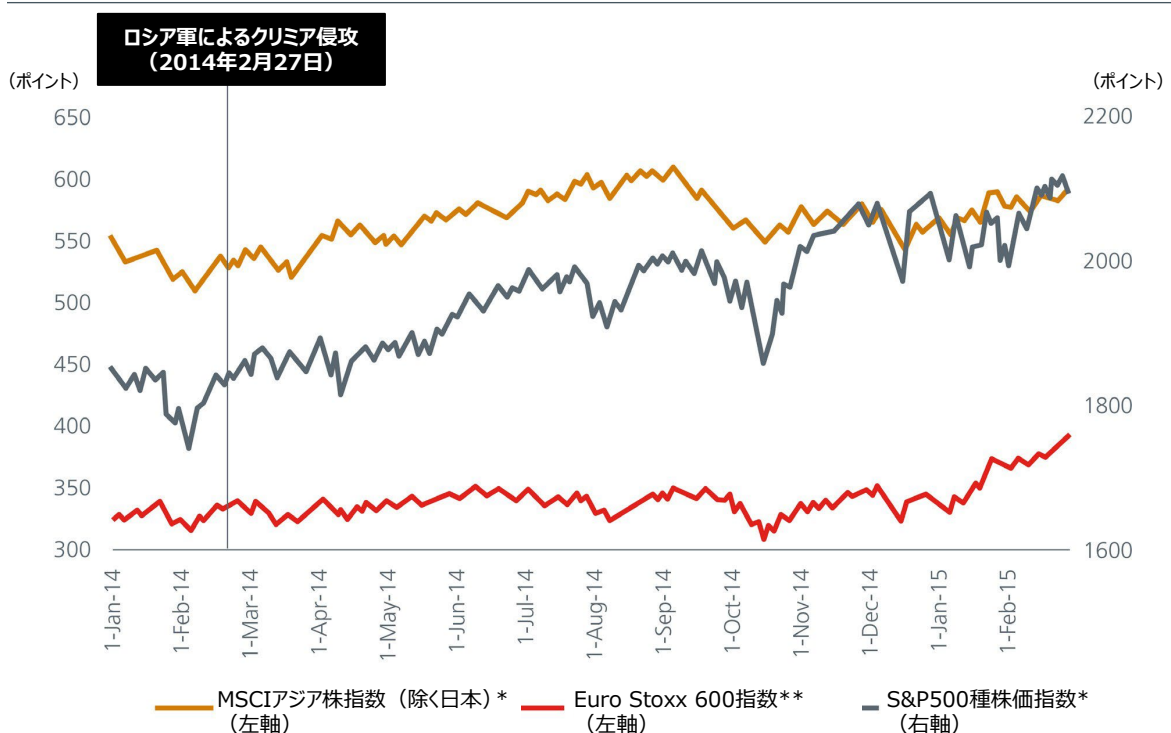
幸いなことに、歴史的な教訓から読み解くと、地政学的イベントが株式市場に与える影響は短期間で終わる傾向があることがわかります。直近の事例としては、2014年2月のロシアによるクリミア併合が挙げられます。同イベントの前後には原油価格が高騰したものの、株式市場への長期的な悪影響はみられませんでした。

当時、米国のS&P500種株価指数はロシアがクリミアへ侵攻を開始するまでの約3週間、高いボラティリティーにさらされましたがその後は比較的短期間で回復しました。また、アジア株式への影響は比較的軽微でした。2014年の対ロシア制裁措置による原油価格の上昇は、欧州企業の石油・ガス部門に追い風となり、欧州株式市場を押し上げる結果となりました。（図表1参照）

2010～2020年までの地政学的イベントを分析すると、地政学的イベントに起因するS&P500種株価指数とMSCIアジア株指数（除く日本）の最大下落率²⁾の平均値はそれぞれ-9.0%と-12.3%になっています。（図表2参照）興味深いことに、S&P500種株価指数とMSCIアジア株指数（除く日本）の最大下落率は、中東で発生した地政学的イベントにおいて最も大きいようです。不確実性が続く限り、市場はより高いボラティリティーにさらされるかもしれませんが、緊張緩和に向かった場合には、株式市場が急反発する可能性があります。

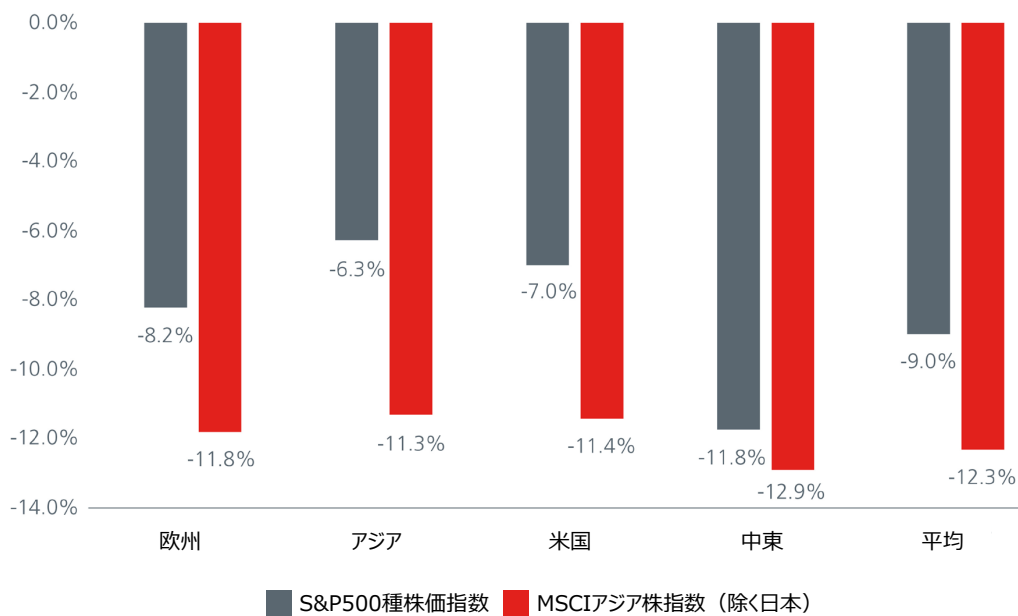
重要なことは、地政学的イベントの発生から12か月後のS&P500種株価指数とMSCIアジア株指数（除く日本）の平均リターンがそれぞれ11.9%と7.1%とプラスになっていることです。歴史的にみても、地政学的な要因で市場が一時的に後退することはあっても、弱気相場に陥ることはないのです。（図表3参照）

図表 1: ロシアによるクリミア併合前後の市場別パフォーマンス（日次、2014年1月1日～2015年2月27日）



出所：Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。*米ドルベース。**ユーロベース。

図表 2: 地域別にみた地政学的イベント発生時の最大下落率 (2009年10月~2020年4月)



出所：Bloomberg L.P.、BCA Researchのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

※ 最大下落率は、対象となる地政学的イベント発生日の前後3か月間の期間における最高値からの最大の落ち込み幅に基づいて算出しています。

現在、ロシアによるウクライナ侵攻を受けて、地政学的イベントが大きく注目されていますが、昨今の世界的なインフレ率の高まりは今後の市場にとってより持続的なテーマであり、ポートフォリオのリターンに長期的な影響を及ぼすと思われます。多くの投資家がインフレ圧力は今後も続くと思われています。

米国では、消費者物価指数（CPI）は2022年も上昇基調を維持するとみられます。また供給のボトルネックが続けば、米連邦準備制度理事会（FRB）が物価の目安とする変動の大きい食品とエネルギーを除いたコア個人消費支出（PCE）価格指数に上昇圧力が加わることになるでしょう。

足元のポートフォリオの方向性

イーストスプリング・インベストメントのマルチアセット・ソリューション・チームであるイーストスプリング・ポートフォリオ・アドバイザーズでは、2021年の株式オーバーウェイトのスタンスから享受した利益を一部確定し、2022年初頭には株式に対してニュートラルの姿勢に転じました。2022年の株式市場の見通しは本年1月に発表したレポート「[2022年の市場展望：リスクの再考と投資機会の再評価](#)」でも申し上げた通り“緩やかな強気姿勢を維持”していますが、金融・財政面での政策が緩和的でないことや、特に米国株式のバリュエーションが既に高い水準にあることから、より戦略的な投資行動が必要であると考えています。

私たちは2月上旬に金鉱株についてロングポジション（買い持ち）としました。これは、市場ボラティリティーが高まる中で、私たちのポートフォリオに付加価値をもたらしています。一方、新興国株式市場については、輸出が引き続き増加傾向にあり、特にアジアと中・東欧、中東、アフリカの経済データが予想を上回っていることから、よりポジティブに捉え、投資機会を探っているところです。また中国では政策当局が金融・財政の両面で緩和に乗り出していることから、中国の経済成長の回復シナリオは損なわれていませんが、中国国内の新型コロナウイルスの状況には注意する必要があり、リスク要因となる可能性があります。

図表 3: 地政学的イベント発生による米国およびアジア株式市場への影響

発生した地政学的イベント	発生日	最大下落率*		12か月後の騰落率**		発生した地域
		S&P500種 株価指数	MSCI アジア株指数 (除く日本)	S&P500種 株価指数	MSCI アジア株指数 (除く日本)	
EU debt crisis	13-Jan-10	-7.9%	1.0%	12.1%	17.5%	Europe
North Korea sinks the Cheonam	26-Mar-10	-10.5%	-15.0%	12.6%	14.4%	Asia
Senkaku rare earth embargo	8-Sep-10	-2.6%	-0.5%	7.9%	1.8%	Asia
North Korea shells Yeonpyeong island	23-Nov-10	-3.7%	-6.9%	-1.6%	-18.1%	Asia
Arab Spring	11-Feb-11	-5.4%	-8.5%	1.0%	-2.7%	Middle East
NATO intervention Libya	19-Mar-11	-5.8%	-6.6%	10.2%	-3.8%	Middle East
US debt ceiling 2011	2-Aug-11	-19.3%	-30.1%	8.9%	-14.7%	US
Netanyahu red line on Iran	27-Sep-12	-7.7%	-2.0%	16.9%	5.3%	Middle East
US fiscal 2013	1-Jan-13	-2.4%	-2.7%	29.6%	0.6%	US
Ghoutha, Syria chemical attack	21-Aug-13	-4.6%	-12.0%	21.3%	19.4%	Middle East
US debt ceiling and government shutdown	1-Oct-13	-4.1%	-2.8%	14.8%	4.9%	US
China ADIZ East China sea	23-Nov-13	-3.5%	-9.2%	14.3%	4.0%	Asia
Crimean invasion	27-Feb-14	-2.1%	-7.0%	13.5%	9.1%	Europe
Fall of Mosul	4-Jun-14	-1.0%	-1.0%	8.7%	5.8%	Middle East
Greek bailout referendum	5-Jul-15	-12.4%	-27.1%	0.6%	-12.7%	Europe
China RMB devaluation	11-Aug-15	-12.4%	-25.5%	4.9%	1.5%	Asia
Russian intervention into Syria	30-Sep-15	-9.8%	-17.7%	12.9%	14.0%	Middle East
Paris terrorist attacks	13-Nov-15	-13.3%	-20.0%	7.0%	1.8%	Europe
North Korea nuclear test	6-Jan-16	-13.3%	-18.4%	14.4%	10.1%	Asia
BREXIT referendum	23-Jun-16	-5.6%	-5.9%	15.4%	24.7%	Europe
North Korea nuclear test	9-Sep-16	-4.8%	-8.6%	15.7%	19.9%	Asia
Trump's election	8-Nov-16	-2.3%	-10.1%	21.3%	29.9%	US
Hwasong-14 North Korea test	4-Jul-17	-1.8%	-1.8%	11.7%	6.5%	Asia
Trump declares trade war	1-Mar-18	-10.1%	-9.5%	4.7%	-9.9%	Asia
US-China trade war escalates	29-May-18	-3.5%	-14.2%	3.5%	-14.1%	Asia
US sanctions on Iran	2-May-19	-6.5%	-10.7%	3.0%	-13.6%	Middle East
Hong Kong mass protests	9-Jun-19	-3.6%	-13.6%	11.6%	4.0%	Asia
US-China trade war escalates	1-Aug-19	-6.1%	-12.8%	10.8%	11.0%	Asia
Iran strikes Saudi refinery	14-Sep-19	-4.6%	-7.2%	12.5%	15.5%	Middle East
US strikes Iran's Soleimani	3-Jan-20	-31.3%	-28.1%	16.1%	22.8%	Middle East
Coronavirus outbreak	20-Jan-20	-32.8%	-29.8%	15.7%	29.7%	Global
Russia-Saudi oil price war	8-Mar-20	-33.9%	-29.8%	28.6%	41.3%	Middle East
Average gain/loss		-9.0%	-12.3%	11.9%	7.1%	

出所：Bloomberg L.P.、BCA Researchのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

※米ドルベースで算出。

*最大下落率は、対象となる地政学的イベント発生日の前後3か月間の期間における最高値からの最大の落ち込み幅に基づいて算出しています。

**地政学的イベントの発生日から12か月後の騰落率を算出。

＜追記：本稿の当初執筆時点（2月24日）以降、以下のような新たな動きがありましたので追記の上、改めて公開させていただきます。（3月1日）＞

ロシアによるウクライナ全土（主に北部、東部、南部）への軍事攻撃が開始され、2月27日（日）にはロシア軍がウクライナ第二の都市ハリコフに侵攻しました。

このようなロシアの侵攻に対し、欧米諸国がとった主な行動、その他の影響は以下の通りです。

- ▶ 2月26日（土）、米国をはじめ、フランス、ドイツ、イタリア、英国、カナダなどの国々は、SWIFTと呼ばれる国際的な決済ネットワークからロシアの特定の銀行を締め出す措置を実行することで合意したと発表しました。
- ▶ 米国はまた、対米ドルで最安値を更新したロシア・ルーブルを防衛するロシアの能力をさらに低下させるため、ロシア中央銀行に一定の制限を課すことを発表しました。
- ▶ 2月27日（日）、欧州連合（EU）は、「前例のない決定」として、ウクライナに武器調達のための資金（約5億米ドル）を供与することを発表し、同時にロシア航空機のEU領空への乗り入れを禁止しました。
- ▶ 2月28日（月）、原油の国際的な指標の一つであるブレント原油は1バレル = 100米ドルの大台を突破、一時1バレル = 105ドル台を付けました。

データ出所

1. Statista
2. 最大下落率は、対象となる地政学的イベント発生日の前後3か月間の期間における最高値からの最大の落ち込み幅に基づいて算出しています。

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

＜当資料に関してご留意いただきたい事項＞

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、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。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。