

ウクライナと米利上げを受けての株式市場

停戦後の米利上げ局面における株式市場で重視すべきこと

2022年3月31日

お伝えしたいポイント

- 地政学リスク顕在化、かつ米利上げ加速も、株式市場に打たれ強さ
- ウクライナ情勢は様々なシナリオあるが、結局はインフレ要因
- 米利上げは急速だが、市場は早くも着地点を意識
- 利上げ局面の株式市場では利益成長の角度と確度がより重要に

地政学リスク顕在化、かつ米利上げ加速も、株式市場に打たれ強さ

2022年に入り、先進国株式は調整含みの展開です。年初から米国で金融引き締めを早期化観測が強まっていたところに、ウクライナで地政学リスクが高まり、2月24日にはロシアがウクライナへの侵攻を開始しました。それに伴い様々な製商品で供給不安が強まり、インフレ圧力一段と高まりました。その結果、3月のFOMC（米国連邦公開市場委員会）では、約3年ぶりの利上げが決定され、その後もFRB（米国連邦準備制度理事会）高官からは利上げ加速を支持・容認する発言が相次いでいます。

しかし、株式市場は3月上旬で底打ちし反発するなど、打たれ強さを見せ始めました。不透明ながらもウクライナ情勢の行方や米国の利上げの道筋がある程度予想できるようになってきたことが、その背景にあると考えられます。もちろん、停戦協議が順調に進む保証は無くリスクは残りますが、ウクライナ情勢沈静化後の米利上げ局面における株式市場動向を、今のうちから考えておくことも必要でしょう。

先進国株指数



※先進国株指数はMSCI WORLD指数（配当込み）

※円換算値は上記の米ドル建て指数より大和アセット算出

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management

ウクライナ情勢は様々なシナリオあるが、結局はインフレ要因

ウクライナ情勢は依然予断を許しません。今後のシナリオとしては、①時間はかかっても停戦に合意、②再び戦闘が激化し、NATO（北大西洋条約機構）が関与拡大、③経済制裁と戦費負担の重さでロシア軍が後退など、様々な考えられますが、いずれのシナリオでもロシアへの経済制裁や民間企業のロシア離れの傾向は当面継続すると考えられるため、経済的な影響としては物価上昇圧力が持続すると予想されます。

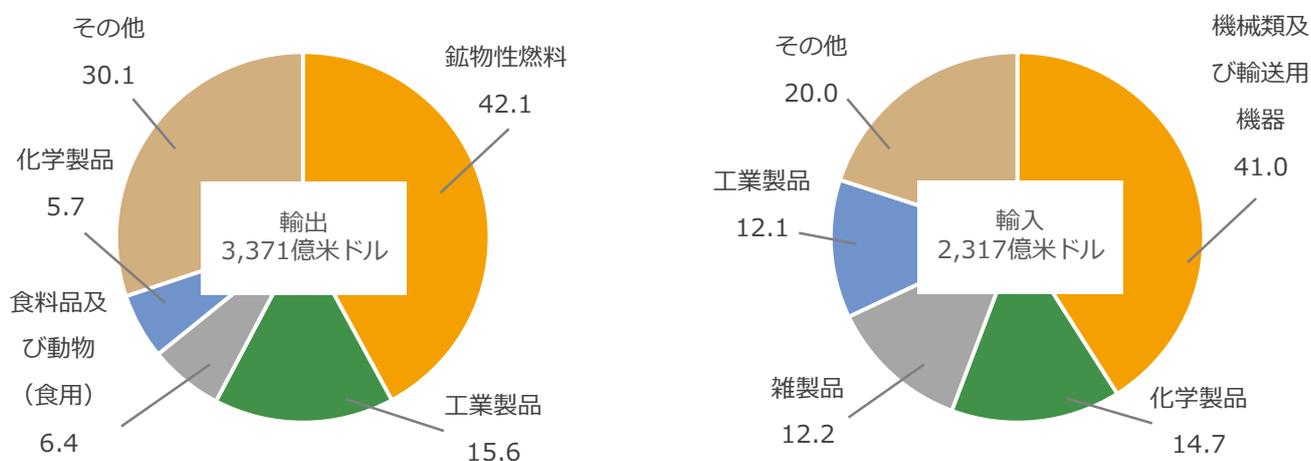
なお、各国のロシア向け債権の価値喪失が国際金融市場に与える影響を懸念する見方もありますが、これに関しては、さほど不安視しなくて良いと考えています。各国のロシア向け債権は2021年9月末時点で1500億米ドル程度ですが、株式時価総額が1兆米ドルを超える企業が複数存在する国際金融市場の規模感との比較では、1500億米ドルが必ずしも大きな金額とはいえないためです。

各国のロシア向け債権（2021年9月末時点、単位：億米ドル）

国	合計 (A+B)	債権 (A)	潜在的なエクスポージャー(B)		
			デリバティブ	信用保証	コミットメント ライン
フランス	327	236	4	39	47
イタリア	309	232	3	59	15
米国	253	145	2	79	27
オーストリア	228	171	0	33	23
日本	115	92	0	5	18
英国	95	31	3	61	1
ドイツ	72	52	1	9	10
オランダ	47	47	---	---	---
韓国	35	14	0	20	0
スイス	11	---	5	5	2
合計	1,542	1,047	20	324	151

(出所) BIS（国際決済銀行）より大和アセット作成

ロシアの品目別輸出入構成比（2020年、単位：輸出入総額以外は%）

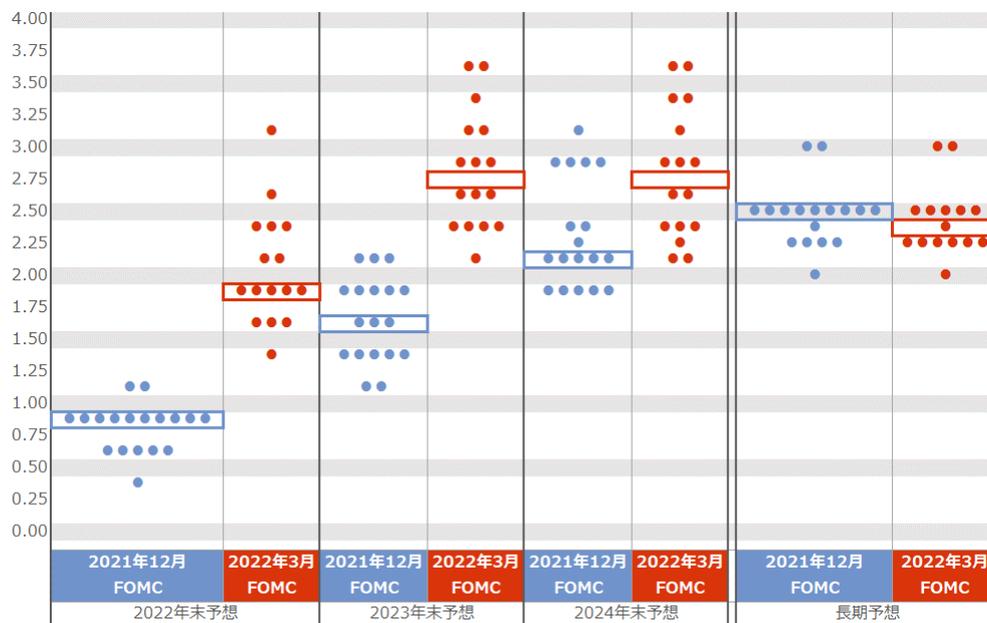


(出所) 総務省「世界の統計2022」より大和アセット作成

米利上げは急速だが、市場は早くも着地点を意識

3月のFOMCでは政策金利であるFF（フェデラルファンド）金利を今後急速に引き上げる可能性が高いことが、FOMC参加者の予想として示されました。ウクライナ情勢に関連した物価上昇圧力の高まりもあり、利上げペースがさらに速まるとの観測も強くなっています。これを受けて、米国債の利回りは各年限とも上昇しましたが、直近はFF金利の長期予想水準である2.5%弱程度に集中しつつあります。これは当面の利上げの経路に拘わらず、債券市場の想定する最終的なFF金利の着地点が2.5%弱程度であることを示していると考えられます。当然、債券市場での織り込みは株式市場にも反映されているとみるならば、株式市場でも今後の利上げの織り込みは相応に進んでいると推測されます。

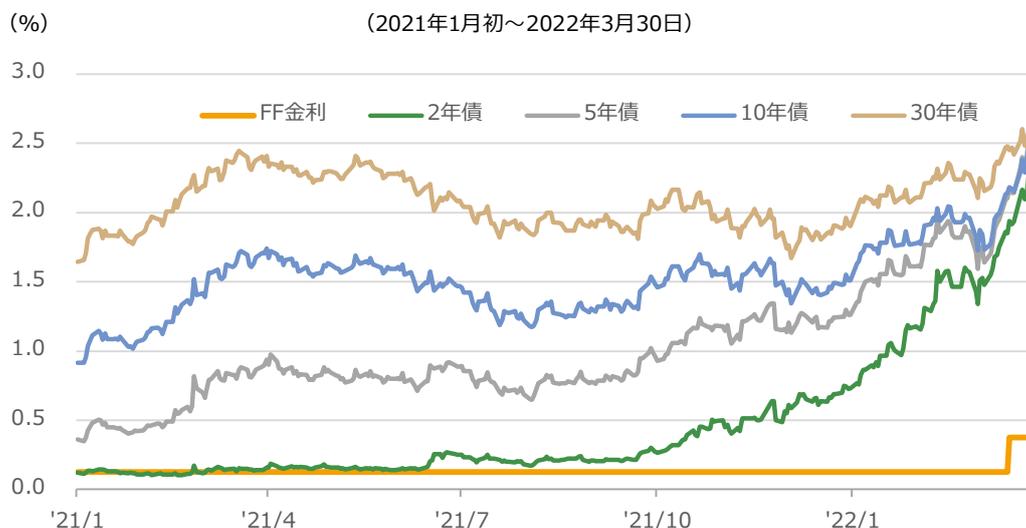
■ FOMC参加者のFF金利予想（青：2021年12月FOMC、赤：2022年3月FOMC、単位：%）



※「●」は各参加者の予想値、「□枠」は各予想時期の中央値水準

(出所) FRBより大和アセット作成

■ 米国債利回りとFF金利



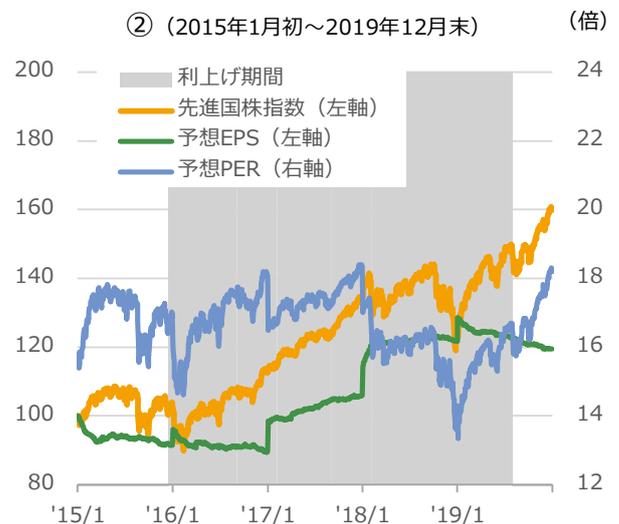
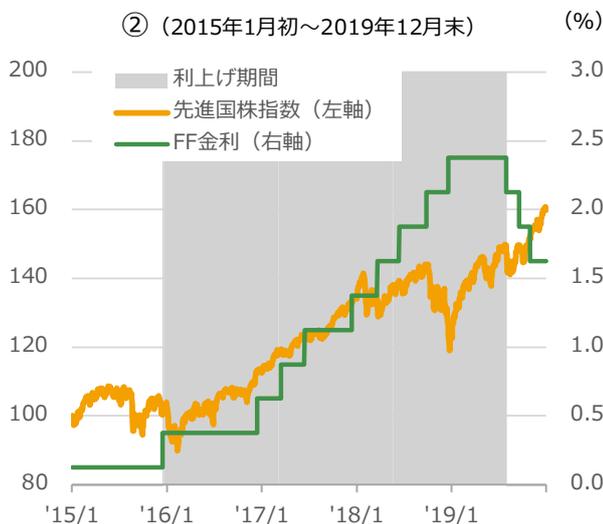
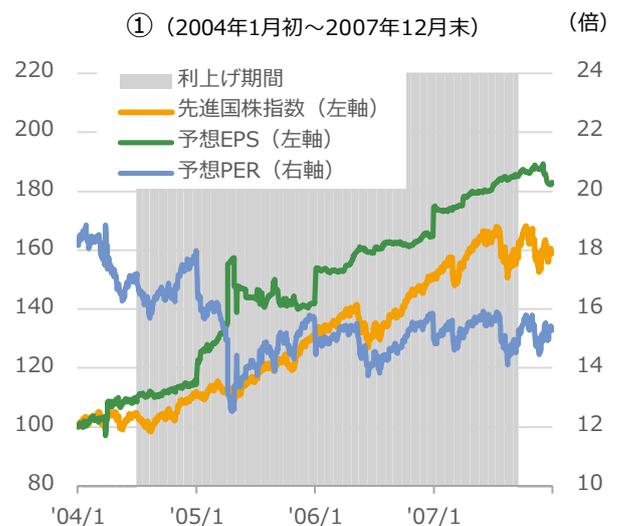
※FF金利は誘導目標値（レンジの場合は中心値）を表示（以下同様）

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

利上げ局面の株式市場では利益成長の角度と確度がより重要に

利上げ局面の株式市場では、PER（株価収益率）が下がりやすい傾向があります。①2004年からの利上げ局面では前半に、②2016年からの利上げ局面では後半にPERが低下しました。ただし、株価が下落するか否かは、その時のEPS（1株当たり利益）次第です。EPSが順調に増加していた①では株価はおおむね堅調でしたが、EPSが停滞していた②では下落が目立つ局面もありました。利上げ局面においてはEPS成長の速さ（角度）と確からしさ（確度）が重要といえます。今回は①のパターンを想定していますが、②のリスクにも留意が必要です。なお、個別銘柄についても利益成長の角度と確度は同様に重要でしょう。

米利上げ局面での先進国株式の動向



※先進国株指数と予想EPSは起点=100、予想EPS・予想PERは翌期（暦年）ベース
 ※利上げ期間は最初の利上げから次の利下げ直前までと定義

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはいくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。