

# ウクライナ侵攻後の市場の動き

## Topics

- ▶ ロシアが2022年2月24日に開始したウクライナへの侵攻により、金融市場は大きな影響を受けており、各市場で変動性が大きく高まっています。
- ▶ 侵攻が市場に与えるリスクは多方面にわたりますが、影響の織り込みには、地域間、市場間で差がみられます。ロシアとの経済的なつながりや、商品市況の上昇による影響が最初に現れている模様です。
- ▶ さらに、インフレの上昇を通じて、各国の金融政策、経済成長、企業業績への影響も現れてくるため、影響の見極めには時間を要するとみられ、市場の変動性が高止まる状態が継続しそうな状況です。

チーフストラテジスト 荻原 健

## 2022年以降の株価、米長期金利の動き

2022年1月以降の日米欧の株価推移をみると、1月初旬に高値圏で推移した後、下旬にかけて米長期金利の上昇などから調整しました。その後、2月初旬にかけていったん反発したものの、2月下旬にかけて、ウクライナでの地政学リスクの高まり、ロシアのウクライナへの侵攻を受けて下落しました。

侵攻開始から10日程度を経て、株価は3月8日から9日にかけて安値を付けた後、足元は停戦協議進展への期待、米連邦公開市場委員会（FOMC）通過を受けて反発していますが、変動性の高い状態が継続しています。

この間の米10年国債金利の動きをみると、1月初からインフレ懸念の高まりや、米連邦準備理事会（FRB）のタカ派姿勢を受けて上昇しました。ウクライナ侵攻後に大幅低下する場面もみられましたが、その後商品市況が大きく上昇したことなどから、再度金利は上昇し、今年のピークを更新しています（図表1）。

## 株価は地域によってリスクの織り込み方に差

主要株価の変化率をみると、コロナ禍以降の高値から22年3月安値までの下落率は、ナスダック総合とドイツDAXが20%超となっています。日経平均と仏CAC40は20%弱の下落率ですが、S&P500、NYダウ、英国FTSE100は相対的に下落率が小さくなっています。

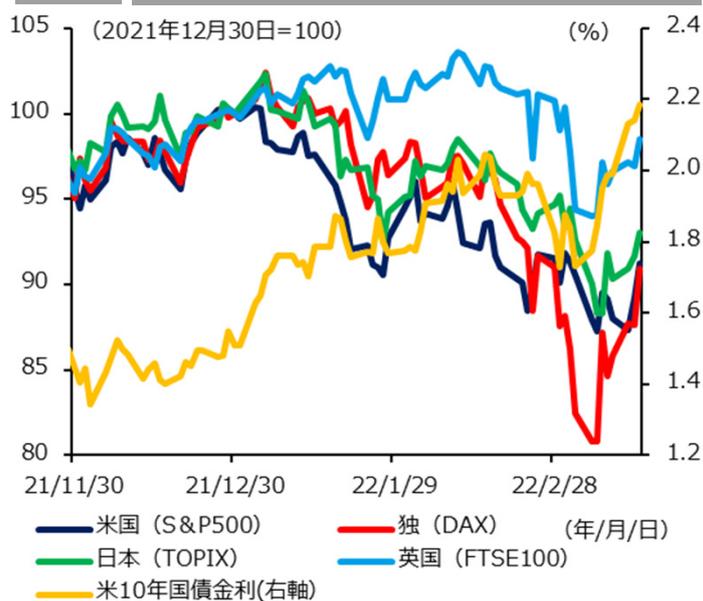
コロナ禍以降の高値から3月安値までの下落率と、22年1月安値から3月安値までの下落率を比較すると、後者はウクライナ情勢の深刻化や欧米などの対ロシア制裁に伴うリスクを新たに織り込んだ部分と見ることができます。

独仏株価は侵攻リスクを新たに織り込んだ部分が多い一方、米国株価は織り込みは小さく、むしろ1月までのインフレ懸念、米利上げ懸念で下落した部分が大きくなっています。日本の株価も米国株価と同様に金利上昇などで下落した部分が大きくなっています。また、資源国とみなされる国では、商品市況上昇の恩恵を受けるため、ブラジルポベスパのように1月から逆行高となっている国もあります。

ロシアとの経済的なつながりや、商品市況の上昇による影響の差で各市場でのリスクの織り込みは異なります。株価が織り込んだリスクをみることは、それぞれのリスクが解消方向に向かう際の、株価動向の参考にとることができます（図表2）。

次ページへ続く

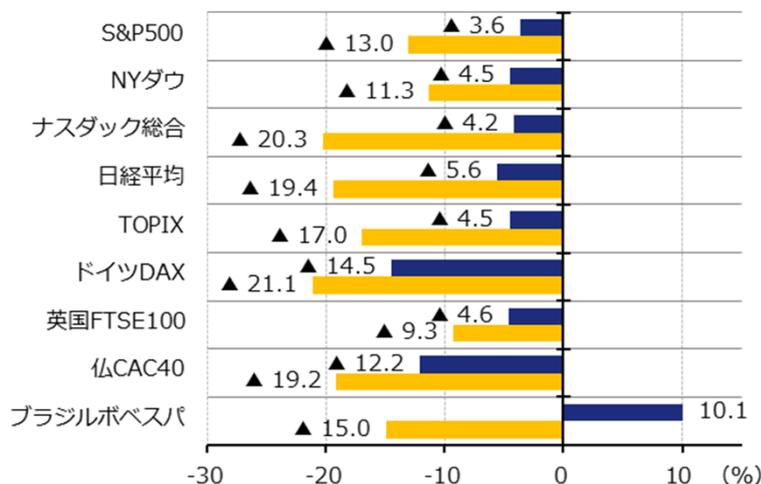
図表1 日米欧株価と米10年国債金利の推移



期間：2011年11月30日～2022年3月16日（日次）  
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 主要株価の高値、安値からの動き

- 22年1月安値から3月安値までの下落率
- コロナ禍以降（19年12月以降）の高値から22年3月安値までの下落率



期間：2020年1月1日～2022年3月16日（日次）  
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
(注) 3月安値は日本は9日他は8日、ブラジルのみ1月から上昇

※ 巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※ 上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## ロシアルーブルは不安定化、東欧通貨にも下落圧力。ロシア国債の利払いは不透明

通貨の動き（対ドル為替レート）をみるとウクライナ侵攻後にロシアルーブルは急落しました。また、ウクライナに接する北大西洋条約機構（NATO）加盟国である東欧の通貨も大きく下落しました。ユーロも侵攻リスクを織り込み下落しましたが、円は侵攻直後の反応は限定的でした（図表3、4）。

ロシア中央銀行はルーブル防衛のために政策金利を9.5%から20%へ引き上げました。しかし金融制裁のため、外貨準備のうちドルやユーロなどの取引が困難となり、大規模な為替介入ができないことなどから、不安定な状態が続く見込みです（図表5）。

ロシアは、今後外貨建国債の利払いが続きますが、市場ではデフォルト（債務不履行）に陥るとの観測が高まっています。今後、債権者の損失を通じた金融市場への波及には注意が必要です。

## インフレに直結する商品市況の動向

ウクライナ侵攻の影響を受けて、最も変動性が高まったのは商品市況です。ロシア、ウクライナは一次産品の輸出で、高いシェアを占める商品が複数あり、産出量の減少懸念に加え、ロシアへの経済制裁の発動が商品市況に大きな影響を与えています（図表6）。

商品市況で最も影響を受けるのは、エネルギー分野と見られます。とりわけ、欧州地域での天然ガス供給への懸念が高まっています。

ロシアの天然ガスの生産シェアは、約17%で米国に次ぎます。欧州は天然ガス輸入の40%以上をロシアに依存しており、大半をパイプラインを通じて直接輸入を行っています（図表7、8）。

ロシアは原油でも米国、サウジアラビアと並ぶ産油国ですが、米国はロシア産原油の輸入を全面的に禁止しました。原油価格の上昇は日本を含め、世界経済全体に大きな影響を及ぼします。

主な商品市況の過去1年間の安値から高値への変化をみると、欧州の天然ガス市況は一時約20倍まで跳ね上がりました。WTI原油は2.4倍となり一時、1バレル=130ドル台まで上昇しました。

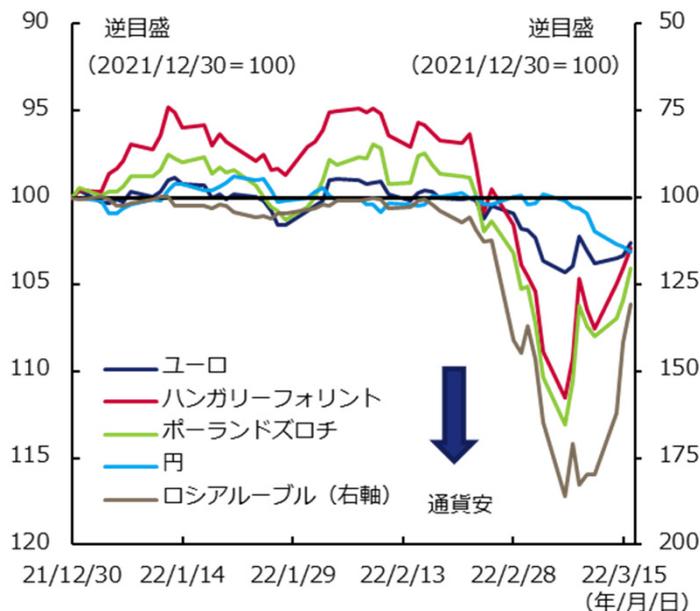
ロシアの生産シェアの高いニッケルは一時3.5倍となり、LME（ロンドン金属取引所）では一時取引停止となるなど混乱が生まれました。

自動車排ガス触媒などに使用されるパラジウムはロシアの生産シェアが4割を超えており、供給に対する懸念が生じています。価格も一時2.2倍となりました。

農産物では小麦輸出に対する懸念が高まっています。世界の小麦輸出シェアをみると、ロシアとウクライナを合わせ3割弱を占めています。輸出が減少すれば、小麦価格に与える影響は大きく、世界の食品価格にさらなる上昇圧力がかかります（図表9）。

商品市況の上昇はインフレの上昇を通じて、各国の金融政策、経済成長、企業業績への影響を与えます。3月16日のFOMC声明文でも「ロシアによるウクライナ侵攻の米国経済への影響は不透明」とする一方で、「短期的にはインフレにさらなる上ぶれ圧力を生じさせ、経済活動の重しとなる可能性がある」と指摘されました。

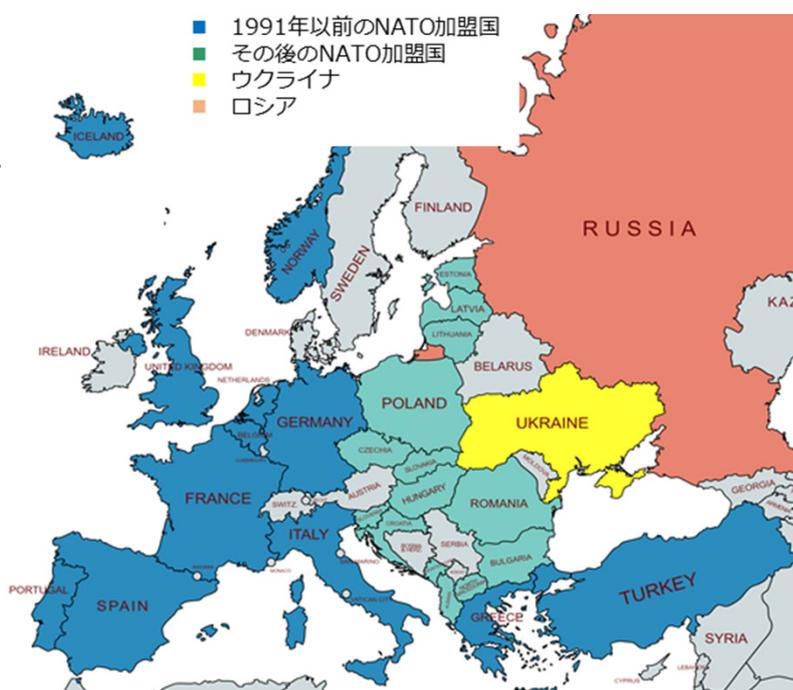
図表3 対ドル為替レートの推移



期間：2021年12月30日～2022年3月16日（日次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 冷戦終結後のNATO拡大



出所：各種報道資料等を基にMapChartによりアセットマネジメントOneが作成

次ページへ続く

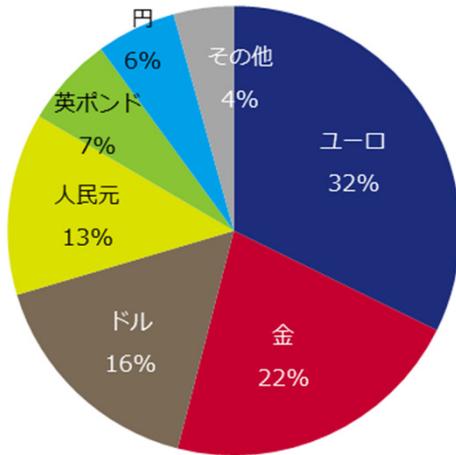
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

ウクライナ侵攻が今後終結しても、終結後の和平の枠組や、ロシアに対する経済制裁がいつまで続くかは不明です。インフレ上昇が短期間で収束する可能性は低く、インフレ上昇を通じた影響は今後実体経済、企業業績に下押し圧力として表れてくると見られます。

こうした影響の見極めには、まだ時間を要することから、市場では懸念が継続する中、変動性が高止まる状態が当面続くと考えられます。

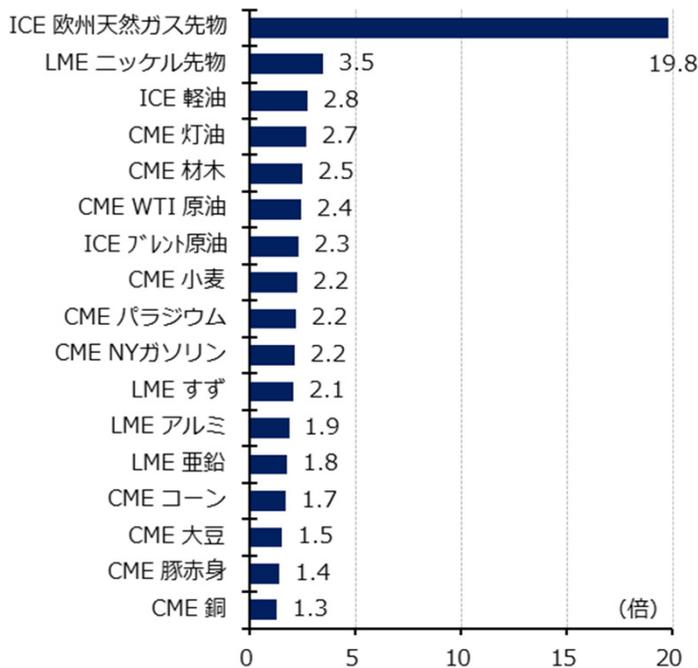
図表5 ロシアの外貨準備の通貨別と金の構成比率



出所：ロシア中央銀行のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

注：2021年6月末時点

図表6 商品市況・過去1年間の安値から高値の変化

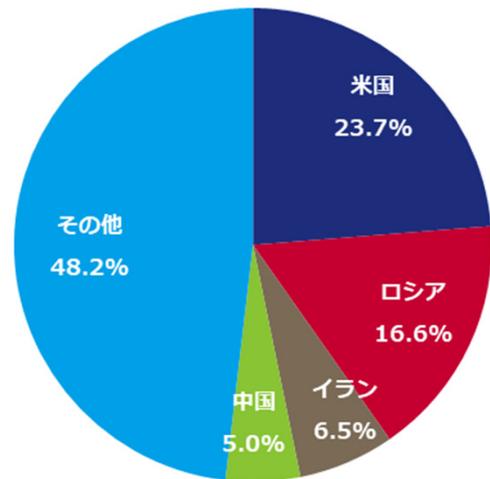


期間：2021年3月16日～2022年3月17日（日次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

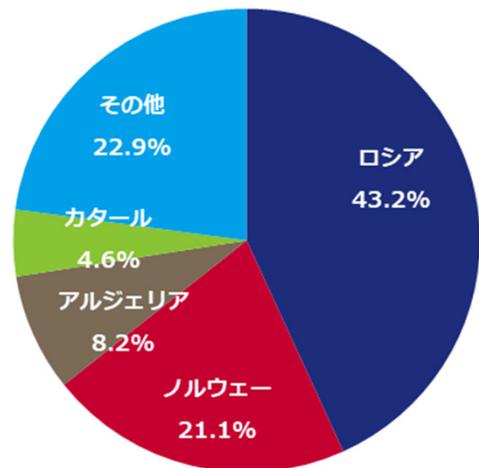
（注）価格は各先物の中心限月の値、日中の値動きも反映

図表7 ロシアの天然ガス生産シェア（2020年）



出所：bp Statistical Review of World Energy 2021を基にアセットマネジメントOneが作成

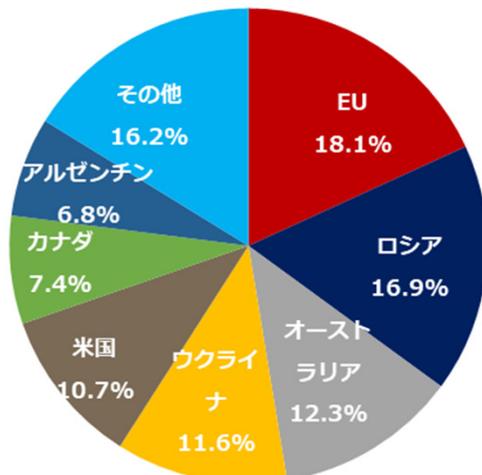
図表8 欧州の天然ガス国別輸入シェア（2020年）



出所：Eurostatのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

注：欧州はEU27か国のデータを使用。

図表9 小麦輸出の国別シェア（2021年）



出所：米国農務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

## 【当資料で使用している指数について】

- 東証株価指数（TOPIX）は、株式会社東京証券取引所（㈱東京証券取引所）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利は、㈱東京証券取引所が有しています。
- 「日経平均株価」は、株式会社日本経済新聞社によって独自に開発された手法によって、算出される著作物であり、株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」自体および「日経平均株価」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。
- ダウ・ジョーンズ工業株価平均、S&P500種指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- FTSE100指数の著作権はFTSE International Limited（以下、「FTSE」といいます。）が所有します。FTSE、London Stock Exchange PLC（以下、「Exchange」といいます。）またはThe Financial Times Limited（以下、「FT」といいます。）のいずれも、当該指数を用いることによって得られる結果に関して、または特定の時間、日付またはその他の方法で公表される当該指数の数値に関して、明示的または黙示的に担保するものではありません。指数はFTSEによって編集、計算されます。FTSE、ExchangeまたはFTのいずれも、指数のいかなる誤りについて何人に対しても（過失あるいはその他の）責任を負わず、当該いかなる誤りについて何人に対しても通知する義務を負いません。ナスダック総合指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はNasdaq Stock Market, Inc.に帰属します。
- ドイツDAX指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はDeutsche Börseに帰属します。
- フランスCAC40指数はユーロネクスト・パリが算出している指数で、著作権等の知的財産その他一切の権利はユーロネクストに帰属します。
- ブラジルボベスパ指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はサンパウロ証券取引所（BM&FBovespa）に帰属します。
- ICE Data Indices, LLC（「ICE Data」）、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、明示又は黙示のいずれかを問わず、インデックス、インデックス・データ、及びそれらに含まれ、関連し、又は派生する一切のデータを含めて、商品性又は特定の目的若しくは使用への適合性の保証を含む一切の表明及び保証を否認します。ICE Data、その関係会社又はそれらの第三者サプライヤーは、インデックス、インデックス・データ若しくはそれらの構成要素の適切性、正確性、適時性又は完全性について、なんら損害賠償又は責任を負わず、インデックス、インデックス・データ及びそれらの全ての構成要素は、現状有姿において提供されるものであり、自らの責任において使用いただくものです。ICE Data、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、アセットマネジメントOne（株）又はその製品若しくはサービスを後援、推薦又は推奨するものではありません。