



激しさを増すインフレーション

2022年4月8日

ロシア・ウクライナ危機の拡大：インフレの悪化要因

インフレにおいて、時間は私たちの味方ではありません。インフレが長引けば長引くほど、またその変動が大きければ大きいほど、社会全体に根付きやすくなり、スタグフレーション¹が発生するリスクが高まります。2022年の当初は、世界の大半の地域で強い成長モメンタムが見られたことから、スタグフレーションのリスクは比較的低いと考えていました。しかしながら、継続中の戦争とそれに伴うロシアへの制裁措置が、コモディティ価格にさらなる上昇圧力をもたらしています。その結果、インフレ率の上昇と成長率の低下の同時発生により、中期的にはスタグフレーションのリスクが高まっています。このリスクは、世界経済の成長率は低下しているもののプラスを維持し、インフレ率はより高いながらもより遅くピークを迎えるという弊社のメインシナリオとは大きく異なるものです²。

また、このリスクは時間とともに高まります。特に、戦争とそれに伴うインフレが2023年まで継続した場合、ポートフォリオに大きなダメージを与える可能性があるため、注意が必要になると考えられます。

インフレの火種

2010年代半ば、グローバル化に対する疑念が高まるとともに、米中間の「貿易戦争」が意識されるようになったことで、インフレ懸念がくすぶり始めました。2010年代初頭の米国におけるシェールバブル以降、エネルギー企業が投資規律を強めたことで投資活動が停滞し、米国のエネルギー生産量は供給可能量を下回っていました。さらに、環境規制の強化により、エネルギーの生産ならびに消費コストも上昇しました（コスト水準は国によって異なります）。また、欧米では、非伝統的金融政策が許容されたことで、財政規律はますます軽視されるようになりました。

インフレの顕在化

2020年に、COVID-19の感染拡大を抑えるために、世界各国の政府が大半の国民に対して長期間の自宅待機を奨励あるいは強制したことが、労働供給の低下およびサプライチェーンの混乱をもたらし、経済全体の生産活動が低下しました。一方で、中央銀行による国債の直接買入により実現した政府による財政刺激策やその他の景気刺激策が、少なくともモノに対する需要の下支えとなりました。そして、これらがインフレを顕在化させました。

¹ 当レポートでは、低成長と高インフレが併存する状態と定義

² マーサーレポート [Conflict and Inflation - Global Dynamic Asset Allocation Update - March 2022](#) 参照

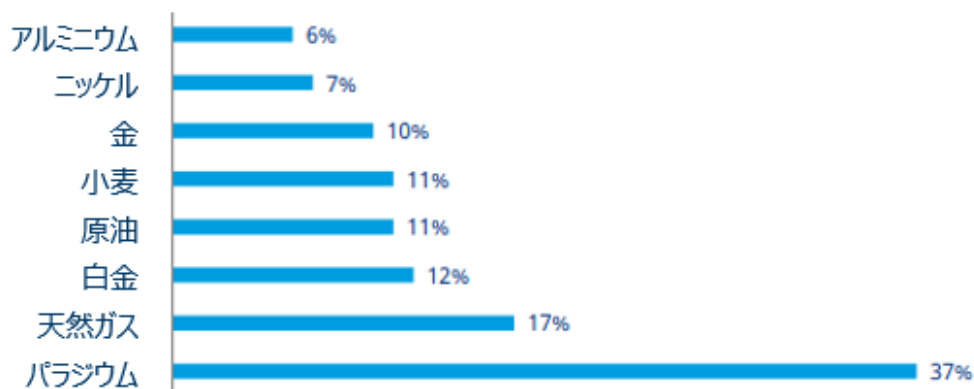
インフレの進展

サプライチェーンの混乱と過剰とも言えるほどの景気刺激策が重なったことにより、成長率と個人消費は力強く回復した一方で、インフレが進展し、インフレ率は 2022 年初には 40 年ぶりの高水準まで上昇しました³。供給面の問題もインフレの一因ではあるものの、今回のインフレ率上昇は、少なくとも部分的には経済成長もしくは景気サイクルに関連したものであると、マーサーは考えています。このようなインフレに対処するための中央銀行の政策は市場で十分認知されており、実際に、2022 年 1 月には中央銀行による金融引き締めへの期待が高まりました。このことは、債券およびリスク資産の両方で価格下落をもたらしましたが、市場参加者にとっては通常の景気サイクルに関連した価格変動でした。マーサーは、インフレ率は中央銀行の目標値を若干上回る水準まで徐々に低下すると想定していました。また、COVID-19 で生じた財政負担を勘案し、この見通しでは、中央銀行が必要最低限の軽度の金融引き締め策のみを実施すると想定していました。

追加的なインフレ要因の発生

しかしながら、ロシアのウクライナへの侵攻とその後の西側陣営によるロシアへの制裁により、この状況は一変しました⁴。ロシアは金融市場において大きな存在感を示しているわけではありませんが、複数のコモディティにおいて主要な輸出国となっています（図 1）。小麦の主要産地であるウクライナを加えると、さらに影響は大きくなります。

図 1：世界のコモディティ生産量に占めるロシアの割合



出所：Morgan Stanley research, Goldman Sachs, JP Morgan, Haver, Woodmac（2020 年時点）

世界の小麦およびトウモロコシ生産量に占めるウクライナの割合は、それぞれ 7%と 22%（Morgan Stanley, IHS Markit, Goldman Sachs）。

³ 米国全都市消費者物価指数（CPI）。都市における全ての財・サービスの平均。セントルイス連銀および米国統計局（2022 年 3 月 18 日閲覧）

⁴ 詳細は以下のマーサーレポートを参照

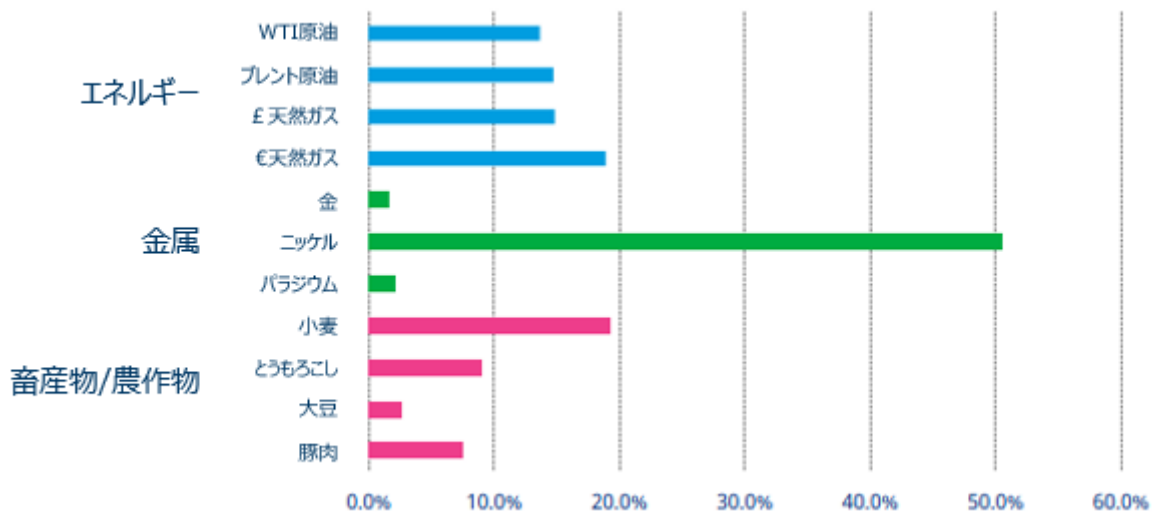
[Peering through the fog - Examining prior examples of the impact of geopolitics on financial markets in light of current market events](#)

[Offloading Russia - Investment implication of Russia being removed from indices](#)

[Conflict and Inflation - Global Dynamic Asset Allocation Update - March 2022](#)

制裁措置や戦争そのものが、これらのコモディティの全てではないにしても、その一部における供給懸念の主な要因となっています。そしてこのことは、グローバル・サプライチェーンが、未だパンデミックの影響からの回復途上であり、かつ、引き続き景気サイクルにおける成長率の低下に直面しているタイミングで起こりました⁵。戦争開始後のコモディティ価格への影響は、図 2 の通りです。このようなコモディティショックは、消費者および資源輸入国から見れば「悪い」インフレであり、スタグフレーションの危険性をはらんでいます。

図 2：戦争開始以降のコモディティ価格の変化



出所：Refinitiv, Bloomberg パフォーマンス計測期間：2022年2月23日-3月18日

コモディティ価格の上昇は、消費者および経済全般に対して、直接的もしくは間接的に影響を及ぼします。エネルギーを例にとると、ガソリン価格の上昇は、給油価格の上昇という直接的な影響だけでなく、輸送コストの上昇（農家が収穫物を輸送するためのコストやオンライン注文を私たちの玄関先まで届けるためのコストの増加など）により、間接的な影響ももたらします。その結果、ミクロ経済学における供給曲線は左上方にシフトし、生産量の低下と価格の上昇が進むことになります。

実際に、このことがエコノミストの経済見通しやコモディティ価格にも既に反映されています。一部のエコノミストは、負担が大きい欧州およびロシアの現状に基づき、2022年上半期の経済見通しを下方修正しました。また、インフレ見通しも高まっています。年初にかけて見られた強い成長モメンタムに基づき、大半のエコノミストが2022年の経済成長率はプラス成長を維持すると予想していることから、現時点ではまだスタグフレーションには陥っていないと考えられますが、もはや発生確率が極めて低いテールリスクとして、見過ごすことはできません。戦争が長期化し、コモディティ価格の高騰が継続するほど、スタグフレーションの可能性は高くなります。

⁵ 当レポート公表時点で、中国は、世界中の半導体、自動車、その他サプライチェーンに影響を与える可能性がある、深圳および長春のロックダウンを実施していました。

金融市場の年初来リターンを見ると、スタグフレーションのリスクが織り込まれていることがわかります。金価格は約 6%、ブルームバーグ商品指数は 24%、S&P グローバル天然資源指数⁶は 12%上昇しています。一方、MSCI ACWI などの多くの株式指数は、NASDAQ ほどの調整ではないものの、依然として大幅に下落しています。また、グローバル国債は 3%近く下落し、グローバル投資適格債も 4%下落しています⁷。

過去を振り返ると、地政学的な事象がコモディティ市場にこれほど大規模かつ急激な影響を及ぼしたのは、1973 年のアラブによる石油禁輸以来となります。3 月第 1 週の時点で既に、コモディティ価格の週間上昇率は過去最大値を更新しており、直近 3 ヶ月のローリング・リターンも 1973 年夏に記録された水準に近づきつつあります⁸。しかしながら、マーサーは前回の価格推移を安易に現状にあてはめるべきではないと考えています。なぜなら、波及メカニズムが当時とは異なるためです。主要先進国における賃金のインフレ連動性は、正規・非正規雇用を問わず、少なくとも現時点においては通常とはかけ離れており、足元では高まっているものの、今回のショックに際してのインフレ見通しは、1973 年当時よりも低く、安定しています。同時に、エネルギー集約度（GDP÷エネルギー消費量）も、当時より低下しています⁹。また、米国が 1975 年に戦略石油備蓄を開始したことも、さらなるクッションとなっています¹⁰。これらの要因により、インフレが経済に及ぼす影響は緩和される可能性があります。

一方、金融市場に目を移すと、1973 年の石油価格ショック時は、リスク資産が過去数十年での最高値まで上昇していた訳でも、金利が過去数十年での最低値まで低下していた訳でもありませんでした。今日、2022 年 1-3 月期の市場下落の後においても、CAPE レシオ（景気循環調整後の株価収益率）に基づく足元の株式バリュエーションは、依然として過去 2 番目の高水準を維持しています¹¹。

⁶ S&P グローバル天然資源指数は、天然資源およびコモディティ関連の大手市場企業 90 社が含まれています。指数採用企業は、農業ビジネス、エネルギー、金属および鉱業の 3 つの主要なコモディティ関連セクターに分類されています（2022 年 3 月 18 日時点）。

⁷ Refinitiv 年初来リターンは 2022 年 3 月 17 日時点

⁸ ドイツ銀行

⁹ ドイツ銀行のレポート（2022 年 2 月 25 日発行）によると、2020 年のエネルギー集約度は 1970 年のレベルの 37%。EU でも同様の結果（1995 年対比）。

¹⁰ このことは主に米国経済への影響を緩和する一方で、世界最大の経済規模である米国で石油供給が増加した場合、世界的な波及効果が期待されます。ライター記事（2022 年 3 月 18 日閲覧）によると、英国、中国、日本、インド、韓国など、米国以外でも戦略的石油備蓄を実施している国があります。

¹¹ ロバート・シラーの [CAPE dataset](#) 参照（2022 年 3 月 18 日閲覧）

期待はしたいが、焼け石に水

ウクライナとロシアの和平合意が実現すれば、人道面については極めて深刻な影響が生じたものの、金融市場は、この戦争を一過性の地政学上の出来事として消化できると考えられます。しかし、残念ながら、そう悠長に構えている訳にはいきません。仮に（我々が早期実現を望んでいる通り）戦争が終結したとしても、ロシアへの制裁が早期に解除され、ロシアのコモディティがグローバル市場に完全に戻ってくる可能性は低いと思われます。もちろん、このことがコモディティ価格や原油価格の急騰が必然的であることを示唆している訳ではありませんが、その可能性は否定できません¹²。

コモディティ価格が高止まりする、あるいは上昇するという、望ましいとは言えないシナリオにおいて、中央銀行は 2 つのあまり喜ばしくないシナリオに直面することになります。

- A) スタグフレーションを回避するために、大幅な利上げおよび金融引き締めを実施した結果、急激な景気後退を招く。
- B) 利上げに対して慎重に対応し、スタグフレーションが定着してしまうリスクを冒す。

シナリオ A：インフレリスクを伴う金融政策主導型のリセッションでは、既に織り込まれている以上の金利引き上げが行われるため、当初はリスク資産と債券の両方がダメージを受けると予想されます。その後、インフレ率の低下により債券価格はある程度回復することが期待される一方で、過去の景気後退期のように金利水準がリスク資産価格の下支えとなる可能性は低いことから、リスク資産の回復は緩やかなものになると予想されます。実質金利の上昇と成長率の鈍化というシナリオの中で、良好なリターンを実現できる資産は少ないと思われます。究極の「安全資産」である金は、株式と負の相関を有することから、金融政策の結果として生じた景気後退局面において、ポートフォリオへのインパクトをある程度緩和できることが考えられます。しかしながら、中央銀行が「成功」しすぎることで、名目金利の上昇とインフレ率の低下が発生し、実質金利に上昇圧力が加った場合、実質金利への感応度が高い金価格はネガティブな影響を受けます。他方、キャッシュの保有は、実質的なリターンは得られませんが、価値は維持できる可能性が高く、投資機会が到来したときの原資となります。また、ショートデュレーション債券もしくは変動金利型クレジット資産への投資やテールヘッジ戦略の採用も考えられます。

¹² 原油価格は、3月初旬に最高値（1バレルあたり130ドル）に達した後、停戦への期待、ベネズエラ、イラン、米国（シェールオイル）からの追加供給の可能性、中国主要都市におけるロックダウン実施後の需要減少を背景として、3月中旬には100ドルまで下落しました。WTI石油先物カーブは、2022年中は90ドル前後を維持し、2023年は年末にかけて80ドルまで下落する形状となっています（2022年3月18日営業終了時点）。

シナリオ B：スタグフレーションは、これまではテールリスクと見做されていましたが、より現実的なリスクシナリオに変化しています。中央銀行が賃金上昇率を指標とすることを選択し（中央銀行が遅行指標を追いかけ）、その結果としてコモディティ価格の急騰を「見過ごす」場合、インフレは最終的に制御不能となる可能性があります。実際には、このシナリオは 2 つのパートに分かれます。最初は、中央銀行が景気後退局面に入ることを懸念し、利上げに対して過度に慎重に対応し、スタグフレーションを定着させてしまう局面です¹³。その後、インフレ率を抑制するために、ポール・ボルカーのような積極的な利上げにより、大きな経済的犠牲を払いながらインフレの火消しを図ります¹⁴。3 月上旬の議会証言¹⁵において、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、ボルカーの金融政策に倣う可能性があることを明示的に発言しました。

スタグフレーションのシナリオにおいて、良好なリターンとなる資産クラスはほとんどありません。株式などの成長性資産は、このような環境下では、概してリターンが低迷する傾向があります。もちろん、特定のセクターやスタイルが、相対的に良好なリターンとなる場合もあります。例えば、既に年初に見られたように、エネルギーセクター関連株式は、大きな恩恵を受ける可能性があります¹⁶。一方、固定金利債券は、インフレ下では利息の実質的な価値が低下することから、当然ながら苦戦を強いられます。また、インフレ連動債についても、実質金利が低下すればより良い結果が得られるかもしれませんが、中央銀行がインフレ期待を抑制するために利上げを行う可能性があるため、必ずしもそうなるとは限りません¹⁷。不動産などの実物資産でさえも、賃料を即座に見直すことは困難であり、インフレ期待の高まりを反映して割引率も上昇することが想定されることから、少なくとも短期的にはパフォーマンスが低迷する可能性があります。

スタグフレーションにおいて良好なリターンが期待できる資産クラスは、金と場合によってはインフレ連動債だけですが、スタグフレーション・ショックの終盤に実質金利があまり上昇しないことが条件となります。コモディティは通常、経済成長を伴ってインフレが生じる場合、および、現在のように大きな地政学的ショックによってスタグフレーションが引き起こされる場合の両方に適しています。

¹³ FRB が 2022 年 3 月 16 日に、2018 年以来初めて利上げを実施しましたが、FRB は今後も早いペースでの利上げ実施を想定しており、市場でも織り込まれています。しかしながら、最悪なシナリオにおいてはインフレーションを回避するにはまだ十分ではない可能性があります。

¹⁴ ポール・ボルカーは、1975 年から 1987 年まで FRB 議長を務めました。FRB 議長就任時、インフレ率は 2 桁のレベルに達していました。彼の在職期間中、経済成長率の低下と失業率の上昇という初期コストがかかったものの、急激な割引率の上昇（利上げ）という「ショック」療法により、インフレ率は低下しました。

¹⁵ [WSJ](#) 記事参照（2022 年 3 月 15 日閲覧）

¹⁶ MSCI ACWI エネルギー指数の年初来リターンは 16%の回復と、MSCI ACWI（8%の回復）を上回りました（2022 年 3 月 17 日時点、Refinitiv）

¹⁷ 詳細はマーサーレポート [Inflation-Linked bonds: a real dilemma](#) を参照。インフレ連動債市場も、地域格差が生じています。

インフレ感応度の高い資産に分散し、スタグフレーションのリスクをヘッジする

インフレ対策に関するマーサーのレポート¹⁸では、様々なインフレシナリオに対応すべく、インフレへの感応度が高い資産を組入れた分散ポートフォリオの構築を提案しています。このアドバイスは現在も変わっておりませんが、従来のポートフォリオ構築ではほとんど考慮していなかった、スタグフレーション・リスクへの備えをより重視する必要があります。地政学的事象は既に始まっており、コモディティや金の初期の急騰は既に発生してしまったことから、投資家にポートフォリオの総入れ替えを推奨することは考えていません。しかしながら、ロシアとウクライナとの戦争の直接的な影響だけでなく、スタグフレーションは現実的なリスクとして残っていると考えています。

私たちは潜在的に、より多極的で混沌とした世界へと移行しており、同時に将来の地政学的事象や気候関連の事象への対応が脆弱な世界へと移行しています。それに伴い、コモディティや半導体などの重要なインプットの価格が大きく変動するリスクがあるため、スタグフレーションは単なるテールリスクでは済まされない可能性があります。ポートフォリオ構築においては、先進国市場の天然資源関連企業の株式

戦略、コモディティ・トレンド戦略、コモディティ先物投資¹⁹などにより、**金やコモディティへの戦略的配分**を行うことで、当該リスクに対応することがポイントとなります。ただし、そうした対応をまだ行っていない投資家は、金やコモディティあるいは天然資源関連株式の価格が年初来から大幅に上昇しており、スタグフレーションのリスクもある程度織り込まれている可能性があることを念頭に置く必要があります。近い将来にそれらの価格が下落をすれば、それは長期的にはポートフォリオのスタグフレーション・リスクを徐々にヘッジするための好機となる可能性があります。



Chris Canstein, CFA, CAIA

ストラテジック・リサーチ・スペシャリスト
グローバル・ストラテジック・リサーチ・チーム



Nathan Struempf

シニア・ストラテジック・リサーチ・スペシャリスト
グローバル・ストラテジック・リサーチ・チーム

¹⁸ [Inflation protection – building robust portfolios](#)

¹⁹ 詳細はマーサーレポート [Commodities in an inflation-aware portfolio](#) を参照。

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、MercerLLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性がございます。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は [Report\(Vertical\)\(mercer.com\)](https://www.mercer.com/Report(Vertical)(mercer.com)) をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライティング・マネジャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。