

霧の中を覗きこむ

地政学が金融市場に与える影響に関する過去の事例からの検証

2022年2月25日

はじめに

ロシアの軍事侵攻とそれがもたらすであろう壊滅的な人道的影響について思いをはせ、言いようのない深い悲しみを感じています。私たちの思いと祈りは、現在影響を受けている何百万人もウクライナの人々、そしてこの地域に友人や家族を持つすべての同僚やお客様に向けられています。

悲劇が展開される

インフレ率の高騰や各国の金融引き締め等、多くの課題がある中で、リスク資産は高いバリュエーションで2022年を迎えました。これらの課題は、金融資産、特にデュレーションの長い（金利感応度の高い）資産にとって逆風として作用しています。インフレと金利上昇は、まだ、ポートフォリオ・マネージャーやエコノミストが市場に発信しているマクロ経済シナリオの範囲内でした。しかし、現在ロシアとウクライナの間で起きているような地政学的な対立は、人間の本質的な問題であり、予測することは困難を極めます。足元では、経済環境と地政学的な対立が重なり、株式と債券の両方で年初来（2022年1月以降）のリターンがマイナスとなっています。S&P 500 指数は調整局面（高値から10%の下落¹）に入ったばかりで、ナスダック指数はすでに深い調整局面（高値から14%の下落¹）に入っています。それにもかかわらず、米国の10年債利回りは0.45%（45 ベーシスポイント）上昇しています。

ロシアのウクライナ侵攻により、地政学が注目されています。今回を含め、地政学的な紛争はそれぞれ固有のものですが、過去の出来事は、市場がそれに対してどのように反応するかを教えてください。2000年代に入ってから20年という短い期間でも、9.11、中東や中央アジアでの数々の軍事衝突、大国間の貿易戦争といった様々な地政学的紛争に直面した事例があります。ロシアとウクライナの紛争がどのように展開し、他の関係者を巻き込むのか、また、それがいつまで続くのかは分かりません。しかし、過去の地政学的事象とそれが市場に与えた影響を考慮することで、少なくともこの事象がもたらす影響についての文脈をご提供できると考えています。これらを通じて、投資家の皆様が地政学的な不確実性の中で、市場心理の霧をかき分け、誤って道を踏み外さないようにするための一助となれば幸いです。

投資家は地政学的な出来事に対してポジションを取ることができるのか？

地政学的な出来事によってニュースのヘッドラインや市場の動きが支配された場合、それがポートフォリオに与える影響について考えるのは自然です。これらの出来事は世界経済や金融市場に大きな影響を与える可能性があるだけでなく、人間の本質にも関わるこうした要素は、適切に割り引くことが困難なレベルの不確実性を生み出します。このような理由から、地政学的な出来事はしばしば金融市場のボラティリティ上昇のきっかけとなります。

投資家は、一般的に以下のような方法で、突然のショックに対するポートフォリオの耐性を高めることができます。

¹ 出所：Bloomberg（2022年2月24日現在）

- ポートフォリオの地理的分散、セクター分散、リターンドライバーの分散を維持する。
- 国債、インフレ連動債、金などのダウンサイドプロテクション資産への戦略的アロケーションにより、ポートフォリオのレジリエンス（回復力、復元力）を高める。
- 分散されたオルタナティブ投資の分野では、ダイナミックでオポチュニスティックなリスクテイクとより強固なリスク管理ツールによって、この種の危機を乗り切るのに必要なスキルと柔軟性を備えているマネージャーもしばしば存在します。

しかし、イベントの真っ只中にある今、起こりうる事態を想定してポートフォリオを再構築することは得策なのでしょうか。確かに、起こりうる結果を想定してシナリオを構築することは可能ですが、多くの場合、それは本質的に二律背反する可能性があります。大規模な紛争で世界のエネルギー供給が途絶えれば、スタグフレーションによる景気後退の引き金となる可能性があります。一方、緊張が緩和されれば、景気回復につながる可能性もあります。前者の場合、リスク資産を売却し、金やコモディティを購入することが合理的です。後者では、リスク資産が回復する一方で、債券や金などのヘッジ資産が苦しくなる可能性があります。どちらのシナリオが実現する可能性が高いか、どのように見分ければ良いのでしょうか。多くの地政学的事象の性質上、それに対するポジショニングは「いちかばちか」な賭けとなるでしょう。

このような過去の出来事から、私たちは何を学ぶことができるのでしょうか。過去は決して未来を正確に導くものではありませんが、地政学とポートフォリオの関係に関しては、いくつかの貴重な教訓を与えてくれます。**付録 1** では、前世紀において地政学的な事象が短期的に顕著なドローダウンにつながったことが示されています²。第二次世界大戦開戦時のドイツの周辺国への侵攻やアラブの石油禁輸は、特に深刻なドローダウンとして際立っています。しかし、表にある一連の出来事を見ると、典型的な下落は 1 ヶ月程度であり、さらに 1 ヶ月半後には市場は損失を完全に回復しています。もちろん、例外もあります。特に 1973 年のように、原油などの主要な経済要素が影響を受け、市場が下落から回復するのに何年もかかったケースもあります。

一方、前述の通り、地政学的な事象が発生した時点で、そのインパクトを判断することは困難です。当時、ドレッド・スコット判決（1857 年にアメリカ連邦最高裁判所が下した奴隷制支持の判決）が南北戦争を引き起こすことや、オーストリア＝ハンガリー帝国大公の暗殺が第一次世界大戦の引き金になることは誰も予想できなかったでしょうし、逆に、キューバ・ミサイル危機が第三次世界大戦の始まりになると当時懸念されたのも理解ができます。私たちは常に、後知恵でより多くのことを知ることができるのです。

冷静に継続

以上のことから、投資家の皆様には、過剰な反応をせず、平静を保つことを推奨します。地政学的な事象が発生する前に、その事象に対応したポートフォリオを構築するためには、将来を見通す力が必要です。地

²付録 1 で示されている市場下落は程度の差こそあれ、指定されたイベントに起因している可能性があります。しかし、現実世界では、市場の動きは（特に長い期間では）、一つの事象だけで動くことはほとんどないことを認識する必要があります。

政学的要因による下落は非常に短命であり、千里眼を持つ投資家でもそのタイミングを計るのに苦労することは歴史が証明しています。

全てを考慮すると、危機が顕在化した現段階で地政学的事象に備えたポジションを取ろうとすると、すでにその事象を市場が織り込んだ価格（安い価格）でリスク資産を売却することに繋がる可能性が高いと考えられます。また、ターニングポイントを見逃す可能性も高まるでしょう。その場合の機会損失は長期的には莫大なものになる可能性があります。20年間を通じて最高の10営業日にポジションを持っていなかった場合、ポートフォリオの累積パフォーマンスは半分になる可能性があります³。投資家は、大幅なドロウダウンの後、政策的資産配分に向けてポートフォリオをリバランスすることで、市場のストレス時に一時的に上昇したリスクプレミアムを利用することができるかもしれません⁴。

歴史を参考に、霧の中を覗きこむような気持ちで、今は予測よりも準備をし、地政学的な混乱を見極めながら、状況を見守ることをお勧めします。



Chris Canstein

インベストメント・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

セントルイス/米国



Max Becker

インベストメント・リサーチ・アナリスト

グローバル・ストラテジック・リサーチ・チーム

ロンドン/英国

³ 出所：JP モルガン「2019 年リタイアメントガイド」：<https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/global/en/insights/retirement-insights/guide-to-retirement-us.pdf>（スライド 43）

⁴ 出所：Mercer, 'Rebalancing in troubled markets': <https://www.mercer.com/our-thinking/wealth/rebalancing-in-troubled-markets.html>

付録 1. 地政学的事象に伴う株式市場（S&P500 指数）の下落・回復の推移

イベント	イベント発生日	株式市場下落開始日	下落期間(営業日)	以前の水準を回復するまでの期間(営業日)	最大ドローダウン(%)	底打ちから1週間後の回復(%)	底打ちから3ヵ月後の回復(%)	底打ちから12ヵ月後の回復(%)
第二次世界大戦 ドイツ、チェコスロバキアを併合	1939年 3月15日	1939年 3月10日	22	108	-20.5	2.0	8.5	18.9
第二次世界大戦 ドイツ、フランスを攻撃	1940年 5月9日	1940年 5月9日	22	745	-25.8	10.6	17.1	9.2
第二次世界大戦 真珠湾攻撃	1941年 12月7日	1941年 12月4日	17	201	-10.8	6.2	-3.8	15.3
北朝鮮が韓国に侵攻	1950年 6月24日	1950年 6月22日	17	43	-12.9	5.5	19.2	31.4
スエズ動乱	1956年 10月29日	1956年 11月5日	18	131	-6.8	3.3	-1.4	-6.0
ベルリンの壁建設	1961年 8月13日	1961年 8月22日	25	18	-3.9	1.4	8	-14.6
キューバ・ミサイル危機	1962年 10月14日	1962年 10月15日	7	9	-6.6	2	22.7	36.5
ベトナムでの軍事作戦 (ベトナム戦争)	1964年 8月7日	1964年 7月17日	15	36	-3.2	0.5	4.8	5.8
第三次中東戦争	1967年 6月5日	1967年 5月8日	20	40	-6.5	3.5	6.5	13
第四次中東戦争/石油禁輸*	1973年 10月16日	1973年 10月29日	27	1475	-17.1	6.3	5.6	-28.2
イランアメリカ大使館人質事件	1979年 11月4日	1979年 10月5日	24	51	-10.2	3.6	16.4	29.3
グレナダ侵攻	1983年 10月25日	1983年 10月10日	22	304	-6.3	2.8	-3.7	4.3
第一次湾岸戦争	1991年 1月16日	1991年 1月1日	6	8	-5.7	0.3	19.9	31.4
9.11 事件 ¹	2001年 9月11日	2001年 9月10日	6	15	-11.6	4.3	18.5	-12.5
イラク戦争	2003年 3月20日	2003年 3月21日	7	16	-5.3	3.6	15.8	32.8
リビアへの介入	2011年3月 10日	2011年 2月18日	18	29	-6.4	3.3	0.9	11.7
ウクライナ紛争	2014年3月 14日	2014年 3月7日	6	13	-2	1.1	5.2	11.5
シリアへの介入	2014年9月 22日	2014年 9月18日	21	12	-7.4	4.2	8.4	9.1
ブレグジット投票	2016年6月 23日	2016年 6月8日	14	9	-5.6	5.1	8	20.9
シリア空軍基地を空爆	2017年4月 7日	2017年 3月1日	32	16	-2.8	0.6	5.1	4.2
中央値			18.0	32.5	-6.6	3.4	8.0	11.6

出所：ドイツ銀行、ヘイバー・アナリティクス、マーサー

*イベントは景気後退期に発生

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、Mercer LLC、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あります。
- 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)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。