

(1) 世界経済の現況

ロシアのウクライナ侵攻で世界経済の回復ペースが鈍化

22年1-3月期の世界経済は、回復ペースが鈍化した(図表1-1)。新型コロナは感染者数こそ高水準で推移しているものの、新規死亡者数は、感染初期を除けば最も低い水準まで低下しており、中国など一部の国を除けば(後述)、防疫のための経済活動の制約は解消されつつある。

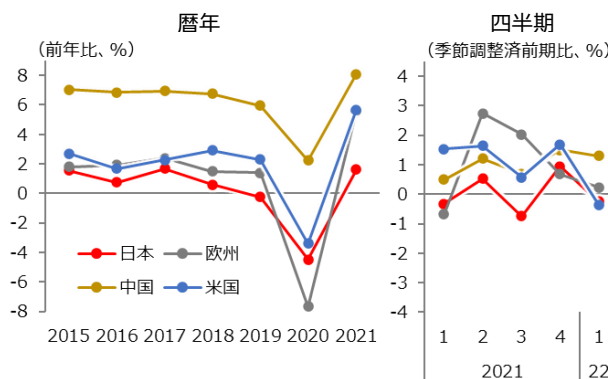
一方で、ロシアのウクライナ侵攻は、さまざまな経路を通じて、世界経済の下振れ要因となっている。3月9日に公表した世界経済見通しの臨時改定¹(以下、3月見通し)において、世界経済への波及経路として、①エネルギー・鉱物・食料 ②貿易・サプライチェーン ③投資 ④金融 ⑤サイバー ⑥国際関係 — の6つに整理した。5月時点で、世界経済の下振れ要因として既に顕在化しているものは、主に①と②である。

第一に、エネルギー・鉱物・食料などの価格上昇である。これら資源価格は、コロナ危機からの需要回復で、ウクライナ侵攻前から高騰していたが、一段と拍車がかかった(図表1-2)。川上からの物価上昇圧力は、企業物価や消費者物価へ波及し、4月の米国の消費者物価は前年比+8.3%と約40年ぶりの高水準が続いているほか、欧州(ユーロ圏)も同+7.4%と高い伸びを記録した。物価上昇率の一段の高まりを受けて、米国は金融緩和の縮小ペースを加速させており、もともと割高感が強かった米国株価などが調整色を強めている。

第二に、素原材料や部品などの調達制約である。①黒海周辺海域での海上物流の停滞 ②西側諸国による対ロ経済制裁の強化 ③ロシアからの供給途絶リスクに備えた在庫積み増し ④コンテナ運賃の上昇 — などにより、グローバルサプライチェーンを通じた調達制約が強まっている(図表1-3)。企業が在庫を厚めに確保する動きは、需給を一段と逼迫させ、上記の価格上昇に拍車がかかる面がある。

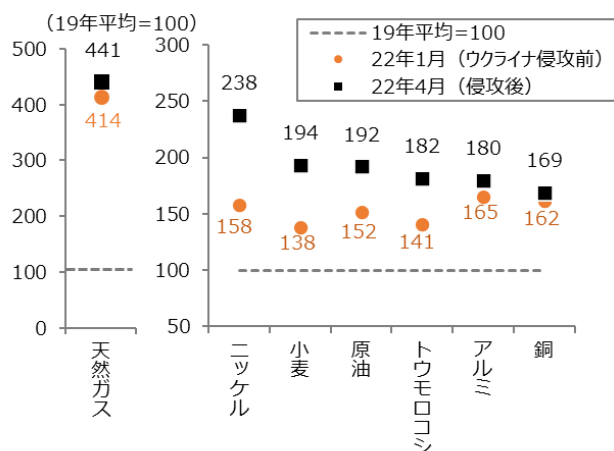
ウクライナ侵攻に加え、中国経済の減速も世界経済の回復ペースを鈍らせる要因になっている。22年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+1.3%となり、前期(同+1.5%)から減速した。前年比でも+4.8%と政府目標の5.5%前後を下回る。消費の弱さが主因であり、ゼロコロナ政策による都市のロックダウンなどにより、上海市や吉林省などで22年1-3月期の名目小売売上高が前年割れとなった。中国経済の減速は、中国向け輸出の下振れを通じて、世界経済に波及しつつある。

図表 1-1 実質 GDP 成長率



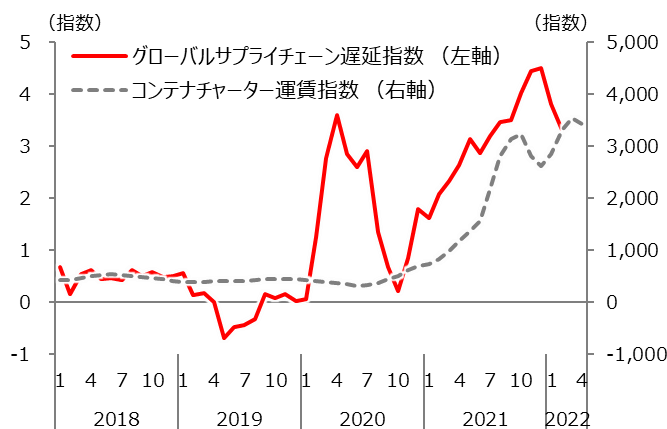
注: 欧州は独仏英伊西の5カ国、GDPウェイトで加重平均。
出所: CEIC、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-2 主要商品価格



注: 日次データの月中平均。
出所: CEIC、Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-3 サプライチェーン遅延・コンテナ運賃



注: 直近はサプライチェーンが22年2月、コンテナが22年5月。
出所: コンテナチャーター運賃指数はハンブルク・プレーメン船舶ブローカー協会(VHBS)、グローバルサプライチェーン遅延指数はNY連銀より三菱総合研究所作成

¹ 三菱総合研究所、ロシアのウクライナ侵攻による世界・日本経済への影響 — 2021年10-12月期2次QE後「内外経済見通し」改定値 — <https://www.mri.co.jp/knowledge/insight/eccoutlook/2022/20220309.html> 図表 1-1 参照

(2) 世界経済の見通し

世界経済は、防疫と経済活動の両立が進む中で、23年にかけて消費や投資を中心に景気回復を持続するとみるが、世界経済の回復ペースは、ウクライナ侵攻前と比べて大幅に鈍化するだろう。

22年の世界経済の成長率は、ロシアのウクライナ侵攻を受けて、3月9日に公表した世界経済見通しの臨時改定(以下、3月見通し)において、2月16日時点の前年比+3.5%から同+3.0%へ、▲0.5%ポイント下方修正している。

さらに、今回の5月見通しでは、中国経済のゼロコロナ政策による下振れ、米国の金融緩和縮小ペースの加速などを反映し、3月見通しからさらに▲0.1%ポイント下方修正の同+2.9%と予測する(図表1-4)。

23年は、同+2.9%と予測する(3月見通しから▲0.1%ポイント下方修正)。物価の上昇圧力は徐々に緩和していくとみられ、自律的な回復力は高まっていくとみられるが、米国経済は、ペントアップ需要の剥落や利上げ影響の顕在化などから成長減速を見込む。欧州も脱ロシアのコストが重しとなり、成長減速を予想する。中国経済は前年の成長下振れの反動から5%台の成長を回復すると見込む。先進国に比べてコロナ危機からの回復が遅れていた新興国も、総じて成長加速を予測する。

もっとも、世界情勢の不確実性は非常に高いことから、これらの見通しは、下振れ方向を中心に一定の振れを想定しておく必要がある。23年までの世界経済の成長率を左右する要素として注目すべきは、①ウクライナ情勢 ②物価上昇圧力 ③米国の金融政策 ④中国のコロナ対策 —— の4点である。①のウクライナ情勢悪化により、②物価上昇と③米利上げのペースが、2月時点の想定より加速された。④中国のコロナ対策も、厳格な防疫措置の実施地域や期間が拡大している。

図表 1-4 世界の実質 GDP 成長率予測

(前年比)	実績		予測	
	2020	2021	2022	2023
世界全体	▲3.1%	5.5%	2.9%	2.9%
米国	▲3.4%	5.7%	3.4%	2.2%
欧州 (5カ国)	▲7.7%	5.6%	2.7%	2.1%
中国	2.3%	8.1%	4.8%	5.2%
日本 [暦年]	▲4.5%	1.7%	1.6%	1.8%
[年度]	▲4.5%	2.1%	2.3%	1.2%
ASEAN5	▲3.4%	3.3%	5.2%	5.7%
その他世界	▲4.4%	4.4%	1.5%	2.2%

注: 数値は暦年。欧州はドイツ、フランス、イタリア、スペイン、英国の5カ国。

出所: 三菱総合研究所

注目点① ウクライナ情勢

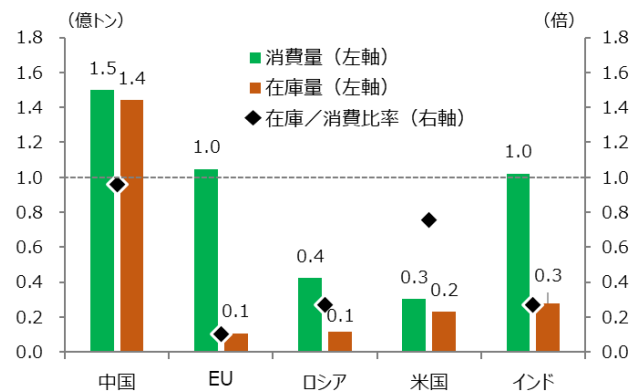
ロシアとウクライナの戦況の行方や、西側諸国を中心とする経済制裁およびロシアからの報復措置の内容や期間について、不確実性が高い。

今後のウクライナ情勢の展開次第で、世界経済を下振れさせる要素として、第一に、エネルギー価格などの一段の高騰およびその長期化である。前述の通り、ロシアからの供給懸念が強まるなかで、在庫を厚めに保有する動きが強まれば、価格が一段と上昇する。西側諸国が脱ロシアを進めるなかで、価格の高いスポット価格での調達を増やせば、調達価格の上昇となる。

第二に、ロシア・ウクライナからの供給不足が長期化することで、生産・消費への影響が本格化する可能性がある。短期的な供給不足であれば、在庫の取り崩しなどで対応できるが、長期化すれば在庫が底をつく。特にウクライナの生産シェアが大きいネオンガスやワイヤーハーネスの供給不足が懸念されている。ネオンガスは既生産品のリサイクル、ワイヤーハーネスは他の生産拠点への切り替えなど、供給不足への対応が進みつつあるが、ウクライナ情勢の展開次第では、半導体や自動車産業への影響が強まりかねない。小麦についても、ウクライナ・ロシアの世界輸出シェアが25%を占める。世界全体では2.7億トンの在庫があるが、その約半分は中国に集中しており、欧州などは消費量に比べて在庫が十分ではない(図表1-5)。

第三に、ロシア事業撤退による企業の損失拡大である。Yale大学の集計²によると、5月16日時点で、世界の主要企業1,200社余のうち300社余がロシア事業からの撤退を表明しており(図表1-6のA)、資産償却な

図表 1-5 小麦の消費量・在庫量



注: 2019および2020年のデータ。

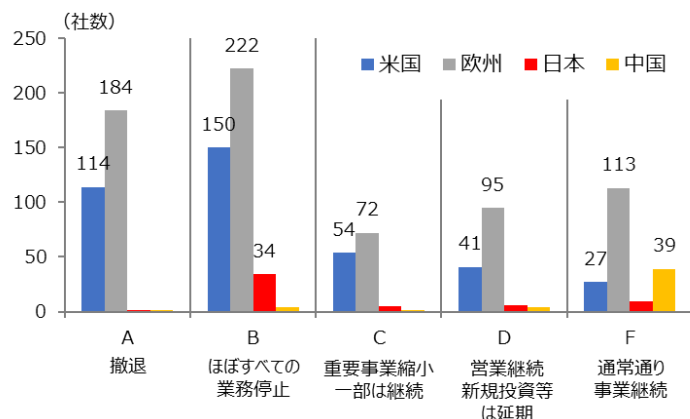
出所: USDAより三菱総合研究所作成

² <https://som.yale.edu/story/2022/almost-1000-companies-have-curtailed-operations-russia-some-remain>

どの損失が発生する。具体的な損失金額は今後明らかになるとみられるが、例えば英BPは、保有するロスネフチ株の売却に伴い、最大250億ドル(約3.2兆円)の減損処理を行うと発表している。現時点で業務停止にとどまる企業(図表1-6のB・C)のなかでも、今後事業撤退に踏み切る企業も出てくるだろう。ロシア資産の価値が下がるなかで、売却先が見つからず、事業撤退に伴う損失がさらに拡大する可能性もある。

第四に、資源・エネルギー価格高騰が長期化すれば、産出資源の有無による不均衡が拡大する。輸出入価格の変動による国の利得と損失をGDP比でみると、19年後半から21年後半にかけての資源などの価格上昇などにより、ロシア、豪州、カナダなど資源輸出国はGDP比で2-4%の利益を得たが、タイや日本をはじめ資源輸入国は同2%程度の損失である(図表1-7)。資源輸入国にとっては、輸入物価の上昇が国外への所得流出を招くとともに、国内物価が上昇し内需が弱まるダブルパンチとなる。

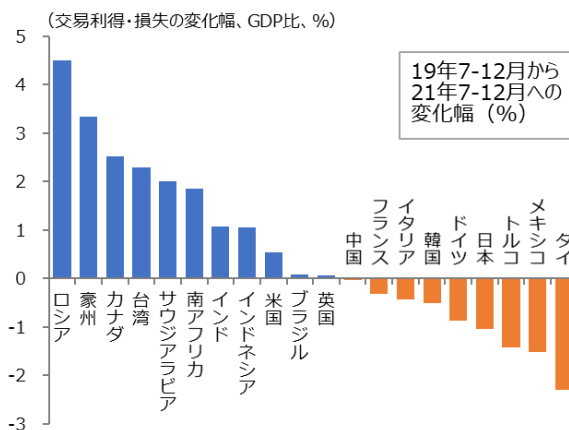
図表 1-6 ロシア事業の撤退/継続状況



注:22年5月16日時点。

出所:Yale School of Managementより三菱総合研究所作成

図表 1-7 主要国の交易利得・損失



出所:CEICより三菱総合研究所作成

注目点② 物価上昇圧力

22年1-3月期の消費者物価上昇率は、経済制裁を受けているロシアが前年比+11.5%となったほか、ブラジルやポーランドなど新興国でも物価上昇圧力が高まっている(図表1-8)。

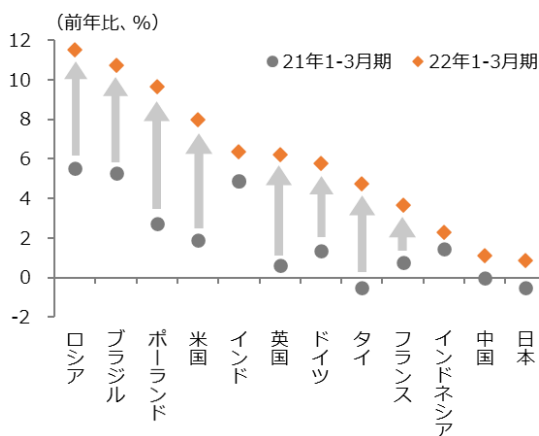
物価上昇圧力は、①エネルギー・資源価格の高騰などコストプッシュ型インフレと、②需要の回復や賃金の上昇などによるデマンドプル型インフレ圧力に大きく分けることができる。

これまでの先進国の経験に照らせば、原油高などコストプッシュ型インフレが継続する状況下では、企業収益の圧迫や消費者物価の上昇を通じて、賃金や需要の伸びが鈍化し、デマンドプル型インフレは弱まる傾向にある(図表1-9、07-08年頃)。

ただし、足もとでは両者が併存している。米国の消費者物価を要因分解すると、21年以降、コストプッシュ型インフレが強まるなかでも、デマンドプル型インフレは4%程度と非常に高い伸びを維持している(図表1-9、21年以降)。

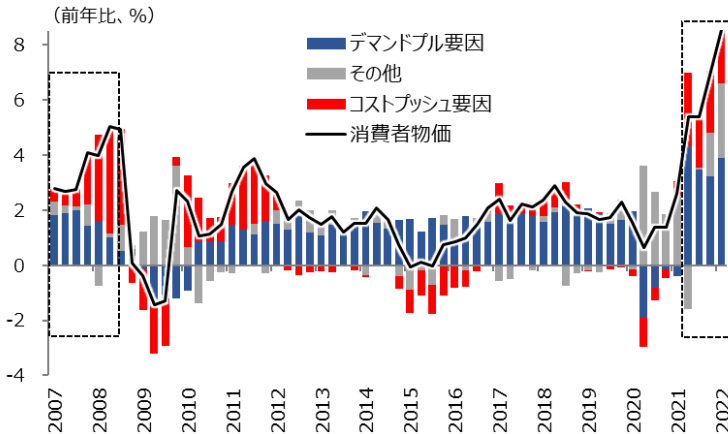
21年以降の景気回復過程において、両者の併存が起きている背景として、コロナ危機からの回復という特殊な状況が作用している。具体的には、コロナ危機下での消費抑制や現金給付などにより、家計の貯蓄が平時よりも多く蓄えられているほか、コロナ危機下での早期退職や外国人労働者の流入減により人手不足が深刻化し賃金の伸びが高まっている。これらがコストプッシュ型インフレによる家計への悪影響を緩和し、デマンドプル型インフレが弱まりにくくなっている(図表1-10)。企業からみれば、家計の購買力が強いいため、投入コストの上昇分を販売価格に転嫁しやすい状況といえる。

図表 1-8 主要国の消費者物価



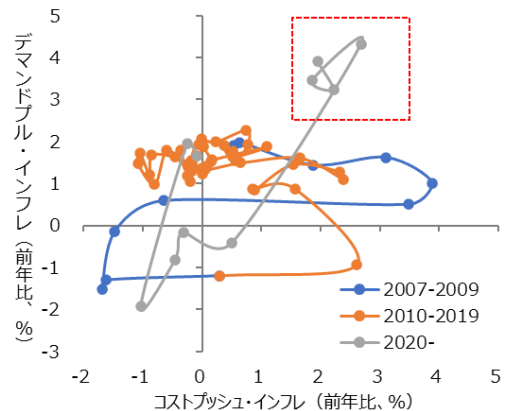
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-9 消費者物価の要因分解 (米国)



注: コストプッシュ要因は輸入物価および生産者物価の上昇が一定の転嫁率で波及、デマンドプル要因は、賃金の上昇が一定の転嫁率で波及すると想定して推計。産業連関表を用いて産業部門別に推計した上で、産業別の付加価値ウェイトで加重平均。
出所: OECD、米労働省より三菱総合研究所作成

図表 1-10 コストプッシュ、デマンドプル両インフレの関係 (米国)



注: 推計方法は図表1-9に同じ。
出所: OECD、米労働省より三菱総合研究所作成

上記は米国の分析であるが、欧州や日本ではそれぞれ様相が異なる(図表1-11)。

コストプッシュ型インフレは、米国よりも欧州の方が強い。欧州は、資源・エネルギーの対外依存度(特にロシア依存度)が高いことが影響している。

デマンドプル型インフレは、米国が最も強く、欧州は1%台前半、日本はほぼゼロにとどまる。欧州や日本は、米国に比べてコロナ危機からの回復ペースが鈍く、需給ギャップも依然としてマイナスであるほか、労働参加率が米国ほど低下していない。

また、消費者物価と賃金の関係をみると、米国は物価並みの賃金上昇率を達成しているのに対し、欧州と日本は賃金上昇率が物価の伸びに追い付いていない。つまり、実質賃金の低下が消費の下振れ要因となっており、デマンドプル型インフレを弱める要因にもなっている。

今後、コロナ危機下で蓄積された過剰貯蓄を取り崩す局面に入っていくなかで、コストプッシュ型インフレが強い状況が続けば、消費の伸びが鈍化し、成長の下振れ要因となるだろう。欧州では最低賃金の引き上げなど、賃上げを政策的に後押しする動きを強化している。コストプッシュによるインフレ圧力が強まるなかで、実質賃金が上昇するか、賃金と物価のバランスに注目だ。

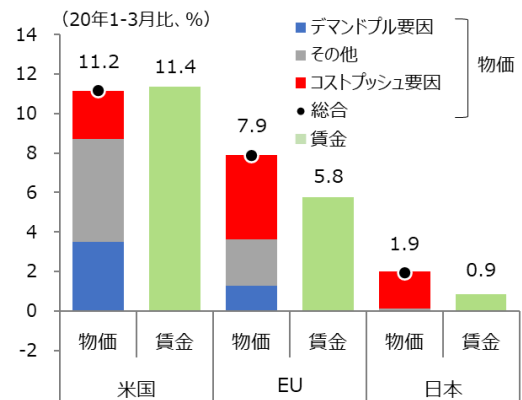
物価の伸びが賃金の伸びを上回る状況が続けば、低所得層を中心に不満が高まり、政治の不安定化につながる可能性もある。特に22年11月に中間選挙を控える米国では、バイデン政権の支持率が低迷しており、支持率低下の要因のひとつにインフレ圧力の強まりがある。中間選挙で大敗し、バイデン政権の求心力が一段と低下すれば、政策運営の停滞などを通じて成長の下振れ要因となる。

注目点③ 米国の金融政策

米国の金融政策は、注目点②の物価上昇圧力と大きく関係する。米国を中心に、インフレが加速しており、コロナ危機下の金融緩和を縮小する必要性が高まっているが、景気を過度に冷やさず、かつ過度なインフレや資産バブルを助長しない、適切な縮小ペースの見極めが、金融政策当局にとって難しい局面にある。

金融政策は、デマンドプル型インフレのコントロールには効果があるが、コストプッシュ型インフレには効果がない。また、コストプッシュ型インフレが強まり過ぎると、消費を冷やしデマンドプル型インフレが弱まるという関係も内在している。金融政策の運営に当たっては、デマンドプル型インフレ圧力の強さを見極めるとともに、ウクライナ情勢などを考慮し、エネルギー・資源価格などコストプッシュ型インフレが経済に及ぼす影響についても目を配る必要がある。

図表 1-11 消費者物価と名目賃金 (米欧日)



注: 消費者物価は22年1-3月、名目賃金指数は22年1-3月(欧州のみ21年10-12月の2年前比)。日本の消費者物価は携帯電話通信料を除く。
出所: CEIC、IMFより三菱総合研究所作成

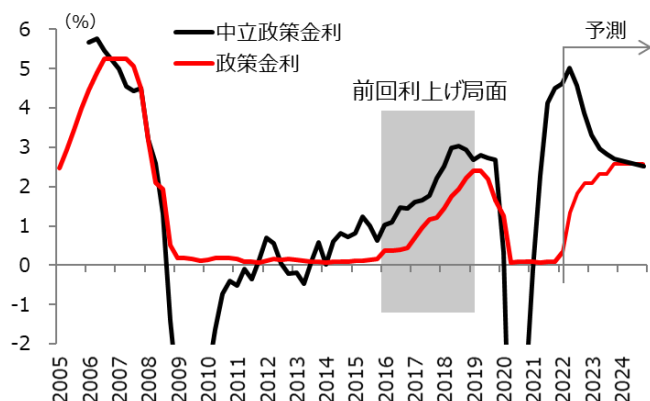
テイラールールに基づけば、GDPギャップやインフレ率などから、(景気に中立的な)政策金利を計算することができる。インフレ率に、図表1-9で計算したデマンドプル型インフレ率を用いた場合、中立的な政策金利は5%程度となる(図表1-12)。

米FRBは、22年は既に0.75%ポイントの利上げを実施した。前回の利上げ開始時(15年末)と異なり、景気に中立的な金利水準は非常に高く、前回よりも速いペースでの利上げも許容される経済環境にある。当社では、22年末にかけては計2.0%ポイント、23年末にかけては追加で0.5%ポイントの利上げを見込むが、デマンドプル型インフレ圧力の強さをみながら、量的引き締めと併せて柔軟に調整していくとみている。

上記のペースで利上げを実施した場合、その経済への影響はタイムラグを伴って発現し、23年末にかけてGDPギャップを抑制する効果が出てくるだろう(図表1-13)。コロナ危機下で実施された財政政策や、20年初めに実施された1.5%の利下げ効果が、段階的に剥落するなかで、原油高や利上げが米国経済の過熱を抑制する方向に働くだろう。

米国金利上昇は、米国の消費や投資の抑制要因となるが、米国経済自体はこれを吸収できる経済状況にある。ただし、米国長期金利の上昇は、金融市場を通じて世界に波及する。新興国では、米国との金利差縮小によって通貨が下落、インフレ圧力が一段と強まることが想定される。既に新興国では、インフレ圧力の強まりを受けて利上げに転じる国が増えており、米国の利上げがこうした状況を一段と加速させるだろう。

図表 1-12 政策金利の見通し(米国)



注: 中立政策金利は、テイラールールに基づく景気に中立的な政策金利。政策金利のラグにかかる係数は0、GDPギャップにかかる係数は0.5。予測期間は、インフレ率は図表1-9のデマンドプル型インフレ率、インフレ目標は2%、自然利子率は0.4%、GDPギャップは0%、と設定。政策金利は22年に2.0%ポイント、23年に0.5%ポイント利上げと想定。
出所: アトランタ連銀「Taylor Rule Utility」より三菱総合研究所作成

図表 1-13 利上げによる GDP ギャップの変化(米国)



注: GDPギャップの実績はCBO推計値、予測は1.9%の潜在成長率と当社のGDP成長率予測から作成。利上げによる影響は、FRB/USモデルで公表されている後年への波及係数を用いて22年に2.0%ポイント、23年に0.5%ポイント利上げする前提で試算。
出所: CBO、BEA、CEICより三菱総合研究所作成

注目点④ 中国のコロナ対策

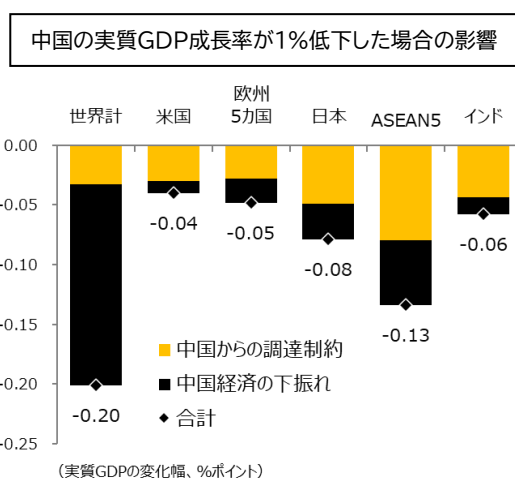
世界各国が新型コロナの防疫措置緩和を進めるなか、中国政府は、迅速な感染者の発見・隔離・治療により感染拡大を回避するゼロコロナ政策を展開している。

厳格な防疫措置実施の背景には、政治的要因もある。22年秋に開催される中国共産党大会において、3期目就任を狙う習政権は、これまでのゼロコロナ政策の実績を念頭に、接触回避による感染症抑制策を重視している。

もっとも、ゼロコロナ政策は、感染拡大初期や小規模都市では効果を発揮してきたが、深圳、上海といった経済規模の大きい都市でも実施されるに至り、経済への影響が懸念される。上海日本商工クラブが日系企業を対象に4月末に実施したアンケートでは、「上海市外との物流を全く手配できていない」が35%、「国際物流を全く手配できない」が43%、「工場が全く稼働していない」が63%になっており、中国内外の物流にも悪影響を与えている(中国P.28、図表5-8参照)。

国際産業連関表を用い、ゼロコロナ政策で中国の実質

図表 1-14 中国の生産停止による影響



注: 国際産業連関表を用いて、中国の実質GDP成長率が1%低下した場合の影響を試算。欧州5カ国はドイツ、フランス、イタリア、スペイン、英国。
出所: 三菱総合研究所

GDP成長率が1%低下し、中国から部品などを調達して製造している品目について、調達割合の5%分だけ生産が低下すると仮定して影響を試算した(図表1-14)。サプライチェーン上の結び付きの強いASEAN5の実質GDP成長率が▲0.13%ポイント下振れ、日本は同▲0.08%ポイント、インドは同▲0.06%ポイントとなり、アジアを中心に影響が大きい結果となった。

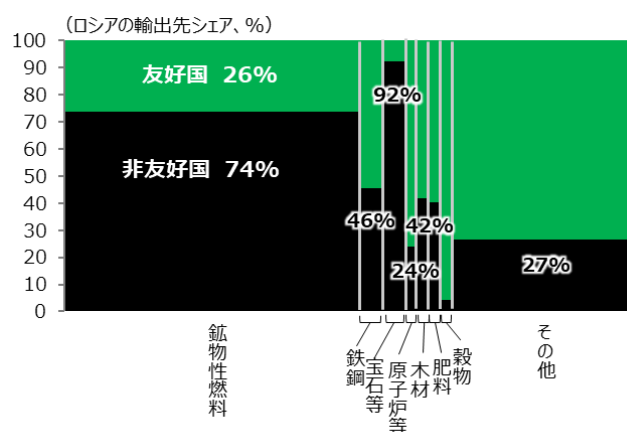
防疫と経済のバランスをどう取るか、世界がこれまで悩まされてきた問題に、中国はこれから直面していくことになる。中国政府は、公共事業の前倒し、金融緩和を実施済みで、今後もゼロコロナ政策による景気の下振れに配慮した政策実施が見込まれる。ただし、オミクロン変異株の感染力などを考慮すると、そもそも、ゼロコロナ政策によるコロナの封じ込めは難しいとみられる。今後地域的広がりが予想されるなか、ゼロコロナ政策の修正がない限り、22年の実質GDP成長率は政府目標(5.5%前後)を下回るとみられるほか、世界経済への影響も懸念される。

(3) 世界経済のリスク

注目点①～④は、世界経済の成長率見通しが、一定範囲内で振れる要素として考慮すべきものであるが、ここでは、発生する確率は低いものの、発生すれば世界経済の成長率を大きく押し下げかねないリスク要素について整理する。

第一に、エネルギー価格の高騰継続などによる欧米での非常に高い物価上昇率の継続である。その一因となるのが、ロシアからのエネルギー・資源供給の停滞だ。現時点では、ノルドストリームを通じたロシアからの天然ガス供給、および各種資源の輸出は、基本的には継続されている模様だ。しかし、今後の戦況次第では、西側の対ロ経済制裁への報復措置として、輸出停止に踏み切る可能性もある。ロシアの輸出先の54%はロシアが非友好国と指定した国であり、鉱物性燃料では同割合は74%に上る(図表1-15)。ロシアにとっては主要な外貨獲得源が絶たれることになる「禁じ手」だが、中国など友好国向けへの輸出に振り替えられる場合は、輸出禁止に踏み込みかねない。脱ロシアを進めつつも、依然としてエネルギーのロシア依存度が高い欧州を中心にダメージは大きい。国際市況は一段と高騰し、欧米でコストプッシュ型の非常に高い物価上昇率が継続し、スタグフレーション(高いインフレと景気後退の併存)に陥る可能性がある。

図表 1-15 ロシアの非友好国向け輸出割合



注：19年データ。HSコード2桁に基づき分類。鉱物性燃料は27、鉄鋼は72、宝石等は71、原子炉等は84、木材は44、肥料は31、穀物は10。非友好国は3月5日付連邦政府指示第430-r号に基づく。
出所：UN Comtrade、JETROより三菱総合研究所作成

第二に、米国金融政策の過度な引き締めによる成長の大幅減速である。米国FRBは実体経済と物価動向のバランスを勘案しつつ、金融政策の正常化を進めるとみられるが、ウクライナ情勢の行方など不確実性は高い。中長期の期待インフレ率が急上昇するなど、急速な利上げを行わざるを得なくなった場合などは、金融市場が動揺するリスクがあるほか、需要を過度に冷やす可能性もある。石油危機時には、物価抑制のために1年で7%ポイントの利上げを実施、失業率は11%にまで上昇した。さらに、急速な利上げに加えて、量的引き締めを行うことによる影響は未知数だ。初の量的引き締めだった前回から倍のペースで進めることで、FRBの意図した以上の引き締め効果となってしまう恐れがある。

第三に、中国経済失速と不良債権増加の悪循環である。中国経済の成長力が中長期的に減速局面にあるなか、ゼロコロナ政策の厳格な実施などをきっかけに中国経済の期待成長率が大きく低下すれば、投資・消費が抑制され、経済失速と不良債権増加の悪循環に陥りかねない。中国は22年秋に5年に1度の中国共産党大会を控える重要な時期であり、安定成長を重視した経済政策運営が予想されるが、中国人民銀行のシミュレーションによると、23年にかけて実質GDP成長率が3%を下回る水準まで失速する場合、中国の不良債権比率は日本のピーク(02年の8.3%)に近い水準まで上昇する。不良債権が増大した際に、資本が劣化した銀行への公的資金注入が遅れ、大規模な貸し渋りが発生する場合などには、最悪のケースとして中国経済が長期にわたり低迷する可能性もある。