

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 —

株式会社三菱総合研究所(本社:東京都千代田区、代表取締役社長:藪田健二)は、内閣府より3月9日に発表された2021年10-12月期GDPの2次速報値(2次QE)を踏まえ、2月16日当社発表の「ウィズコロナ下での世界・日本経済の展望(2021~2023年度の内外経済見通し)」における世界および日本経済のGDP予測値の改定を行います。改定に際し、3月上旬時点でのロシアのウクライナ侵攻による世界経済への影響も一定の前提のもとに織り込みました。本予測は、今後の情勢変化に応じて随時改定していきます。

目次

1. ロシアのウクライナ侵攻による世界経済への影響
2. 世界経済見通しの改定
3. 日本経済見通しの改定

1. ロシアのウクライナ侵攻による世界経済への影響

世界経済は、コロナ危機から回復に向かっていたが、2月下旬以降のロシアのウクライナ侵攻により、先行きの成長下振れ懸念が強まっている。今後想定しうる事態も含めれば、世界経済への影響は、大きく6つの経路に整理できる(図表1-1)。

図表 1-1 ロシアのウクライナ侵攻による世界経済への波及

	短期	中長期
1 エネルギー・鉱物・食料	供給不足、インフレ加速	エネルギー戦略見直し
2 貿易・サプライチェーン	決済制約、ロシア経済落ち込み	非SWIFT決済網拡大?
3 投資	ロシアでの生産・販売停止、撤退	事業ポートフォリオ見直し
4 金融	市場不安定化、ロシア通貨危機	ロシア向け投融資抑制
5 サイバー	サプライチェーン・インフラ混乱	サイバー対策強化
6 国際関係	米政権への逆風、中ロ関係強化	権威主義 vs 民主主義

出所:三菱総合研究所作成

経路① エネルギー・鉱物・食料

世界経済にとって、最も影響が大きいのがエネルギーの供給不足や価格上昇であろう。米地質研究所(USGS)によると、ロシアの生産シェア(2020年)は、天然ガスが17%、石油が12%、石炭が5%と、世界の重要なエネルギー供給源のひとつである(図表1-2)。特に地理的に近い欧州は、ロシアへのエネルギー依存度が高い(図表1-3)。経済制裁に対する報復措置で、今後ロシアからの供給が絞られれば、エネルギー不足による経済活動の停滞が懸念される。欧州の天然ガスの在庫水準はロシアのウクライナ侵攻前から低い水準

にあった(図表1-4)。米国などから液化天然ガス(LNG)を緊急輸入しているが、LNGの受入能力の制約もあり、ロシアへのエネルギー依存を解消するには十分ではない。

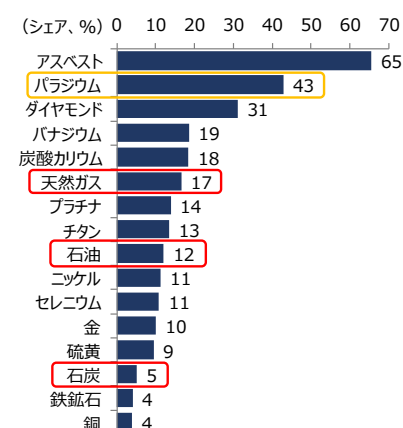
また、国際エネルギー市況の高騰を通じた影響は世界全体に及ぶ。欧州の北海ブレントのみならず、米国のWTIも3月に入り一時、1バレルあたり140ドル近くまで急騰している。コロナ危機からの需要回復や脱炭素シフトで、世界的にインフレ圧力が高まっているところにウクライナ危機が発生しており、インフレが一段と加速するとみられる。インフレは企業収益や家計実質所得の下振れ要因となり、投資・消費に悪影響をもたらす。

エネルギー以外の資源でも、ロシアは重要な供給源だ。例えば、自動車排ガスの有害物質を取り除く触媒として使われるパラジウムは、ロシアが世界の生産シェア43%を占める。半導体・電池材料としても重要な物質だ。日米欧はいずれもパラジウム輸入の1/3以上をロシアに依存する。食料では、ウクライナ・ロシアは肥沃な黒土地帯を擁し、世界の小麦輸出の3割、トウモロコシ輸出の2割を担う。小麦生産への影響は現時点では不透明であるが、供給減少懸念から、国際小麦市況は急騰している。

これらの供給不足や価格上昇については、①既存の在庫活用(国家備蓄放出等)、②政府の燃料補助金などの経済対策もあり、短期的な現象であれば経済への影響はある程度吸収可能とみられるが、長期化すれば、消費や投資など、企業活動への制約が強まる。

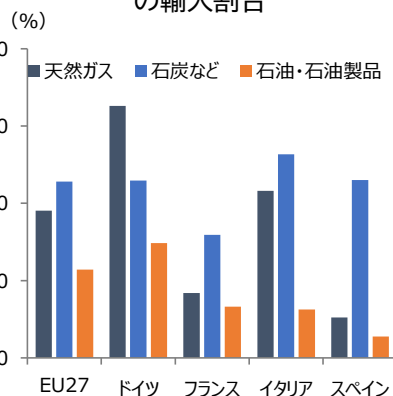
中長期的には、各国のエネルギー戦略の見直しや脱炭素社会へのシフトの動きに注目だ。国家のエネルギー供給を(信頼のおけない)他国に依存するリスクが改めて意識された。エネルギー安全保障の観点からは、域内でのエネルギー自給率の向上が望ましく、欧州が既に表明しているように、脱炭素社会へのシフトを一段と加速させる要素となろう。ただし、その移行過程はより厳しいものになる。欧州は既存の石炭・石油から、CO2排出の少ない天然ガスへの移行を進めていたが、主要な供給元であったロシアからの脱却は避けられない。天然ガス供給源の多様化に加え、戦略的備蓄も含めた一時的な石炭の活用、原子力の扱いの見直し等、エネルギー戦略の見直しが迫られるであろう。

図表 1-2 ロシアの主要資源シェア



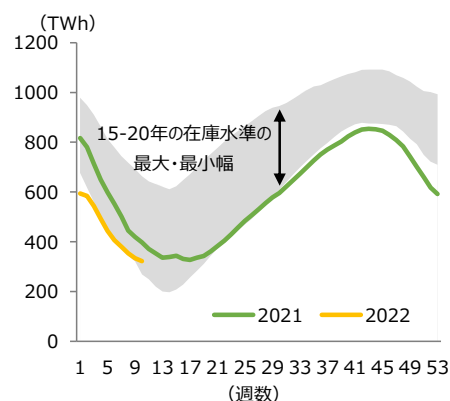
注: 2020年。世界の生産に占めるロシアの割合。主要資源のみ抜粋。
出所: USGSより三菱総合研究所作成

図表 1-3 化石燃料のロシアからの輸入割合



注: 2020年。各エネルギーの輸入全体に占めるロシアからの輸入割合。
出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

図表 1-4 欧州の天然ガス在庫



注: 各年の週数平均。直近は2022年10週目(2022年2月27日の週)。
出所: AGSIより三菱総合研究所作成

経路② 貿易・サプライチェーン

貿易を通じた経路は、3つに分かれる。第一に、決済取引制約である。経済制裁として、SWIFT(国際銀行間金融通信協会)を通じた国際金融決済システムから、ロシアの主要7銀行が排除されることとなった。これらの銀行に対する、海外から送金・入金の実質的にできなくなり、これらの銀行に口座を有する企業との資金の決済もできなくなる。ロシアはSWIFTからの排除の可能性に備え、独自の決済システム「SPFS」の開発を進めてきたが、ロシア国内での利用にとどまっており、SWIFTの代替手段としては機能しないとみられる。ロシア最大手のズベルバンク、およびガスプロムバンクは、SWIFTからの排除対象にはならなかったため、これらの銀行を窓口に、最低限必要な貿易取引の決済が行われていくとみられるが、制約は大きい。

第二に、物流の遅延やコスト増である。ロシア向け貨物について、各国の税関当局が規制を強化、海運会社やターミナル運営会社が、ロシア向け貨物の扱いを中止する動きが広がっており、欧州のロッテルダム(蘭)やハンブルク(独)で貨物が留め置かれているとみられる。空路についても、EU・ロシア双方ともに域内の発着・領空通過を禁止した。EU・ロシア間だけではなく、ロシア上空を通過するEU・アジア間にも影響が生じている。

第三に、ロシア経済の落ち込みによるロシア向け輸出の減少だ。この経路は、ロシア経済の落ち込み幅、およびロシア向け輸出の規模に比例するが、ロシア向け輸出が各国のGDPに占める割合(2019年)は、ベラルーシなど東欧諸国を除けば小さい。米国は0.03%、日本は0.1%、中国は0.4%、ドイツは0.8%である。仮にロシアの実質GDPが前年比▲10%減少したとしても(98年のロシア通貨危機時は同▲5.3%)、主要国経済への影響はそれほど大きいものではない。

中長期的には、貿易・サプライチェーンにおける西側諸国のロシア離れが進行してくだろう。ただし、後述するように、今回のロシアの行動を表立って非難しない(できない)国も、中国をはじめ新興国中心に一定数あることは事実である。今後、ロシアとしては、縮小する西側との取引を、これらの国との取引でカバーしようと努める可能性がある。SWIFTを使った経済制裁は、非SWIFT決済圏(中国のCIPSなど)の拡大を促す可能性もあり、西側諸国との経済的分断が進み、経済制裁も効きにくくなる可能性がある。

経路③ 投資

ロシア向けの直接投資残高は、UNCTAD(国連貿易開発会議)によると、2020年時点で4,500億ドル程度であり、世界の1%強を占める。クリミア併合前の2013年時点(4,700億ドル、世界の2%程度)に比べれば、ロシア向けの投資規模は相対的に縮小しているが、資源エネルギー採掘は2019、2020年ともに直接投資(フロー)が800億ドルを超えるなど規模が大きく、一定の投資残高を有するとみられる。

ロシアのウクライナ侵攻後は、欧米の大企業を中心に、ロシア事業からの撤退表明が相次いでいる。英シェルは極東での石油・天然ガス事業「サハリン2」から撤退、米エクソンモービルも「サハリン1」から撤退を、それぞれ表明した。石油・天然ガス事業以外にも、アップルやマイクロソフト、ナイキ、イケア、H&M、Airbnb、VISAなど幅広い業種において、ロシアでのサービス提供中止、製品販売の停止を表明している。今後、これらのロシア事業が再開されるかどうかは不透明である。少なくとも短期的にはロシア事業分の企業収益が下振れる。また、今後ロシア事業からの完全撤退となれば、既往のロシア向け投資の償却分として、さらなる損失の計上が必要となり、投資や賃金の下振れ要因となろう。

中長期的には、事業ポートフォリオの見直しが進むだろう。脱炭素や人権問題で投資家から厳しい選別の目が注がれるなか、同様にロシア事業に対する視線も厳しくなることが想定される。企業としては事業ポートフォリオの見直しやロシア向け投融資抑制を余儀なくされるだろう。

経路④ 金融

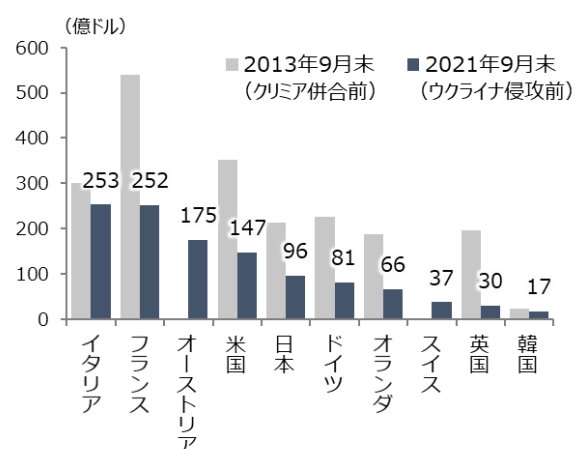
金融面では、ロシアによるウクライナ侵攻を受け、投資家のリスク回避姿勢が強まっている。米国などではコロナ危機後の大規模な金融緩和の影響もあり、株価収益率(PER)が歴史的に高い水準にあり、投資家のリスク回避姿勢から株価は下落基調となっている。インフレ加速などにより実体経済が悪化し、株安が定着する場合には、逆資産効果を通じて消費や投資の下振れ要因となる。

図表 1-5 過去のルーブル暴落時との比較

	ロシア 通貨危機 (1998年)	クリミア 併合 (2014年)	ウクライナ 侵攻 (2022年)
ルーブル (1ドルあたり)	▲72%安	▲39%安	▲42%安
政策金利	30%→150%	8%→17%	9.5%→20%
国債格付	B → SD 選択的 債務不履行	BBB → BB+ 投機的	BBB- → CCC- 投機的
国債の 信用リスク (CDS)	-	249bp→400bp	149bp→1672bp
実質GDP	▲5.3%	▲2.0%	-

注:ルーブル、株価、CDSはルーブルが大きく変動した時点を危機発生時点とし、危機前1年の平均と危機後1年の平均の比較。ロシア通貨危機は1997年と1998年、クリミア併合は2014年と2015年、ウクライナ侵攻は、2021年と直近(2022年3月8日)の比較。実質GDPはロシア通貨危機が1998年、クリミア併合が2015年。国債格付けはS&P。
出所:Bloomberg、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-6 ロシア向け与信残高(世界上位国)



注:ロシア内の現地法人・支店の与信も含む。オーストリア、スイスは2013年9月末のデータなし。
出所:BISより三菱総合研究所作成

また、ロシア向け融資の不良債権化や債券のデフォルトの可能性も高まっている。ロシアのルーブルは40%超下落しており、ロシアの国債格付けは既に投機的水準まで格下げされた(図表1-5)。ただし、クリミア併合後、先進国の金融機関は、概ねロシア向け与信を償却可能な範囲に抑制している。イタリアやフランス、オーストリアなどでは、ロシア向け融資残高が大きい金融機関が一部みられるが(図表1-6)、金融システム不安に発展する可能性は低い。紛争の長期化に伴い、東欧など周辺国への波及にも注意が必要だ。特に、EU加盟後も独自通貨を使用しているポーランド、ハンガリーなどの旧共産圏では、株安・通貨安が進んでいる。中長期的には、西側諸国からのロシア向け与信は一段と圧縮される方向に進むだろう。

経路⑤ サイバー

西側諸国の経済制裁に対するロシア報復措置のひとつとして、政府や企業に対するサイバー攻撃が想定される。今回のウクライナ侵攻前後でも、ウクライナの政府機関や企業を狙ったサイバー攻撃や情報操作が確認されている。

サイバー攻撃による経済影響として、重要インフラやサプライチェーンの寸断・遅延に注目だ。2021年には、米石油パイプライン運営会社へのサイバー攻撃により、米東海岸のパイプラインが一時的に操業できない事態に陥った。他にも、金融、情報通信、行政、医療など重要インフラを狙った攻撃や、多くの企業が同時に感染することでサービス提供やサプライチェーンが混乱、経済活動に影響が出る事態もあった(図表1-7)。2022年3月には、日本の自動車メーカーのサプライヤー1社へのサイバー攻撃により、メーカー全体の生産活動が1日停止し、経済影響が生じた。

企業や政府に対するサイバー攻撃のリスクは、ロシアのウクライナ侵攻に関わらず高まっており、企業にはサイバーセキュリティ対策の一層の強化が求められる。具体的には、サイバー攻撃を想定したBCP(事業継続計画)の策定や自社のセキュリティ対策への投資、セキュリティ人材の育成・確保に加え、系列会社や委託先などサプライチェーンを構成する企業の対策強化などが求められる。

経路⑥ 国際関係

国際関係では、当面注目されるのは、米国中間選挙への影響である。今回のロシア制裁において、欧州と米国が連携できた背景には、米国バイデン政権の国際連携重視の外交姿勢がある。バイデン政権が同盟国と連携して実施した強力な対ロ経済制裁では、国内からも一定の評価が得られている。2月末に実施された調査ではウクライナ対策の支持率は43%と、経済制裁発表前から9%ポイント上昇した。ただし、インフレ圧力の強まりなどから、政権の支持率は依然として低迷が続いており、11月に控える米中間選挙では与党民主党の苦戦が予想されている。エネルギー価格高騰などによるインフレの加速が、一段と政権支持率を低下させる可能性がある。経済制裁や国際連携によって、一定の成果を上げることができれば、中間選挙への追い風となる可能性がある一方、有効な制裁を打ち出せず、インフレへの不満がウクライナ対応への評価を上回るようになれば支持率を一段と下押ししかねず、バイデン政権の正念場といえよう。

中長期的には、民主主義と権威主義、あるいは西側先進国と新興国の分断が深まる可能性である。国連での対ロ非難決議への投票では、193カ国中141カ国が賛成票を投じ、ロシアのウクライナ侵攻行為は許さないという国際社会の姿勢は示された。ただし、賛成に回らなかった国々の存在感は決して小さくない。2月25日の国連安保理では中国とインド、UAEが棄権、3月2日の国連総会でのロシア非難決議でも反対5カ国、棄権35カ国、無投票12カ国となった(図表1-8)。インド、アフリカ諸国や旧ソ連諸国などロシアとの経済的・軍事的つながりの強い国は、表立って賛成しにくい事情があるとみられる。反対・棄権・無投票の国々の人口シェア(20年時点)は57%、GDPシェアは26%にのぼる(図表1-9)。中国をはじめとするこれらの国々がロシアとの結びつきを強めるなか、欧米諸国との対立が深まる恐れがある。

図表 1-7 重要インフラやサプライチェーンへのサイバー攻撃事例

ウクライナ電力会社への攻撃 (15、16年)	<ul style="list-style-type: none"> ウクライナの電力システムを対象にサイバー攻撃が発生 キエフ市内など一部地域で停電が発生し電力供給に影響
WannaCryによる攻撃 (17年)	<ul style="list-style-type: none"> ランサムウェア注[WannaCry]による感染が世界同時多発的に発生 行政や民間企業など幅広い機関で被害発生 感染した医療機関では、医療サービスの提供に支障
米パイプラインに対する攻撃 (21年)	<ul style="list-style-type: none"> 重要インフラである、米国の石油パイプライン運営会社がランサムウェアに感染 一時的にパイプラインの操業が停止し、石油供給に影響が発生

注: 感染したパソコンのファイルを暗号化し、復号のために身代金を要求する悪意のあるプログラムのこと。

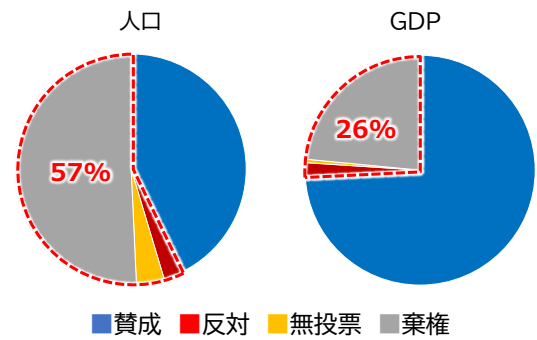
出所: 各種資料より三菱総合研究所作成

図表 1-8 国連総会でのロシア非難決議(3/2)への投票状況

反対 (5カ国)	ベラルーシ、北朝鮮、エリトリア、ロシア、シリア
棄権 (35カ国)	アルジェリア、アンゴラ、アルメニア、バングラデシュ、ボリビア、ブルンジ、中央アフリカ、中国、コンゴ共和国、キューバ、エルサルバドル、赤道ギニア、インド、イラン、イラク、カザフスタン、キルギス、ラオス、マダガスカル、マリ、モンゴル、モザンビーク、ナミビア、ニカラグア、パキスタン、セネガル、南アフリカ、南スーダン、スリランカ、スーダン、タジキスタン、ウガンダ、タンザニア、ベトナム、ジンバブエ
無投票 (12カ国)	アゼルバイジャン、ブルキナファソ、カメルーン、エスワティニ、エチオピア、ギニア、ギニアビサウ、モロッコ、トーゴ、トルクメニスタン、ウズベキスタン、ベネズエラ

出所：国連より三菱総合研究所作成

図表 1-9 ロシア非難決議への投票状況別の人口・GDP シェア(2020年)



出所：世界銀行より三菱総合研究所作成

2. 世界経済の見直し改定

ロシアのウクライナ侵攻の今後の展開について、現時点で想定することは難しいが、エネルギー価格の上昇やロシアとの取引停止などが進行している現状を踏まえ、3月上旬時点の情報をもとに、2月16日に公表した内外経済見通しの実質GDP成長率予測の値を改定する。ロシアによるウクライナ侵攻は、現在進行中の事態でもあり、不確実性が極めて高い。今回の見直し改定は、後述の一定の前提のもとに実施しており、今後の情勢次第では、大きな変更が加わる可能性がある。今後の情勢変化に応じて随時改定していく予定だ。

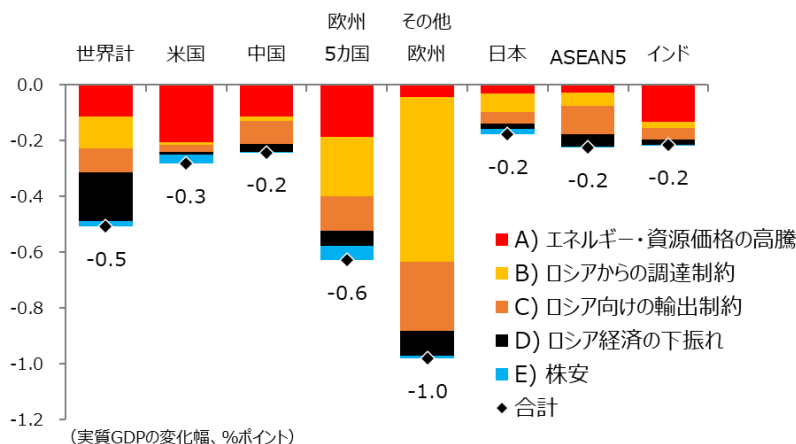
まず、前節で整理した経済波及経路をもとに、①エネルギー・鉱物・食料、②貿易・サプライチェーン、④金融を中心に、各国経済への影響を試算した(※試算の前提詳細はP.8 図表2-3参照)。OECDの国際産業連関表(ICIO)の2018年表をもとに、エネルギー価格上昇や株安、ロシア経済の落ち込みなどの各国経済への影響、および世界経済への波及を計算した。具体的には、A)エネルギー・資源価格の高騰、B)ロシアからの調達制約、C)ロシア向けの輸出制約、D)ロシア経済の下振れ、E)株安、の5つについて、図表2-3の前提に基づき世界経済への影響を計算している(図表2-1)。

2022年の世界経済は、▲0.5%ポイントの下振れとなる。米国、中国経済への影響が最も大きいのは、エネルギー・資源価格の高騰であり、消費の押し下げ要因となる。欧州は、ロシアとの結びつきが相対的に強いことから、ロシアからの調達制約やロシア向け輸出制約の影響も大きく、成長率の下振れ幅も大きい。日本は主要国のなかでは相対的に影響は小さいが、エネルギーや木材などロシアからの調達制約が主に影響している。

図表 2-1 ロシアのウクライナ侵攻による経済影響試算

(2022年の実質GDP成長率への影響)

(主な前提)



3カ月程度継続する前提 (C、Dは1年間) 国際産業連関表を用いて 世界への波及等を計算	
A	エネルギー価格の上昇 (WTIが140ドルまで)
B	ロシアからの投入割合の 大きいセクターの生産落ち込み
C	ロシア向け輸出が 年▲20%減少
D	ロシア経済が年▲10%減少
E	各国の株安 (ウクライナ侵攻後の最低値)

注：欧州5カ国はドイツ、フランス、イタリア、スペイン、英国。その他欧州は、ドイツ、フランス、イタリア、スペインを除くEU加盟国。

出所：三菱総合研究所作成

もっとも、上記の試算結果には、織り込めていない要素も多く、上下に幅を持ってみる必要がある。例えば、消費については、政府の経済対策(ガソリン補助金等)による物価上昇圧力の緩和(上振れ要因)が織り込めていない一方で、不確実性の高まりなどによる家計のマインド悪化(下振れ要因)も織り込めていない。また、貿易停滞による供給不足への耐久力は、企業の在庫水準や代替調達先の有無にも依存する。そのため、供給制約による生産への影響時期やインパクトは、企業や業種によって幅があるとみられる。こうした試算の限界も考慮したうえで、ロシアのウクライナ侵攻による各国の実質GDP成長率予測の改定を実施した(図表2-2)。

なお、2023年予測については、現時点でロシアのウクライナ侵攻の今後の展開が見通せないことから、今回は改定なしとする。

図表 2-2 世界の実質 GDP 成長率予測

(前年比)	改定前				改定後		差分	
	2月16日時点				3月9日時点			
	実績	予測			予測		2022	2023
	2020	2021	2022	2023	2022	2023	2022	2023
世界全体	▲3.1%	5.2%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	▲0.5%	変更なし
米国	▲3.4%	5.7%	3.9%	2.4%	3.7%	2.4%	▲0.2%	
欧州(5カ国)	▲7.7%	5.6%	4.0%	2.6%	3.2%	2.6%	▲0.8%	
中国	2.3%	8.1%	5.0%	5.2%	5.0%	5.2%	0.0%	
日本 [暦年]	▲4.5%	1.6%	2.5%	1.6%	2.1%	1.8%	▲0.4%	
[年度]	▲4.5%	2.3%	2.9%	1.2%	2.6%	1.2%	▲0.3%	
ASEAN5	▲3.4%	3.3%	5.5%	5.7%	5.3%	5.7%	▲0.2%	
その他世界	▲4.2%	3.9%	2.3%	2.2%	1.5%	2.2%	▲0.8%	

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。2021年の水色部分は予測値。
出所: 三菱総合研究所

米国経済

米国はSWIFTからの一部ロシア銀行の排除や重要技術・製品の輸出規制など、経済制裁を主導しているが、米国の輸出に占めるロシアのシェアは0.4%程度であることから、ロシア経済の下振れによるロシア向け輸出の減少がもたらす米国経済への直接的な影響は限定的であろう。しかし、国際的なエネルギー価格の高騰などコスト高やサプライチェーンの停滞による企業収益の悪化が懸念される。また、消費者物価の一段の上昇や、ウクライナ情勢緊迫化による株価の下落による消費への悪影響も懸念される。労働市場が回復していることから、大幅な内需減少は回避できるだろう。2022年の実質GDP成長率は、前年比+3.7%(改定前:同+3.9%)と下方修正、2023年は同+2.4%(変更なし)とする。

また、ロシアのウクライナ侵攻による不確実性の高まりが、FRBの利上げ判断を難しくしよう。現状では経済・雇用環境が良好なことに加え、賃金上昇や堅調な内需がインフレ圧力となっていることから、当面の間は利上げを着実に進めるだろう。ただし、ロシアのウクライナ侵攻の今後の展開次第では、金融政策の正常化ペースを遅らせることも考えられる。今回のような外生的要因によるエネルギー価格高騰に対しては、利上げによる物価抑制効果は薄いばかりか、経済を冷やしてスタグフレーション(物価高と景気停滞の同時進行)を招きかねない。現時点では2022年内に1.25%ptの利上げを見込むものの、ウクライナ危機の動向次第では利上げペースを緩める可能性がある。

欧州経済

欧州は、ロシアとの経済的な結びつきが強く、ロシアのウクライナ侵攻による経済影響は他国と比べ大きい。影響は、①エネルギー供給不安定化・価格上昇、②貿易・投資、③金融の経路で主に波及し、特に①の影響が大きい。

第一に、エネルギー供給不安定化・価格上昇について、EUが輸入する天然ガスや石炭などの約4割、石油・石油製品の約2割がロシアからの輸入(2020年)となっており、ロシア依存度は高い。ウクライナ侵攻による影響は、エネルギー価格上昇と供給量の2つの面から欧州経済に影響を与える。エネルギー価格の上昇は、ウクライナ侵攻前のECBの試算では、天然ガスや石油の価格上昇により、2022年の実質GDPは▲0.2%ポイン

ト程度下押しされる。また、当社の試算では、21年のエネルギー価格の上昇は製造業の名目付加価値を3%程度減少させるなど、幅広い業種に影響を与え、企業活動・消費ともに下押し圧力が強まるだろう。供給量の観点では、天然ガスの在庫は低水準も、需要減少期に差し掛かっており当面は影響は小さいとみる。焦点は、需要が高まる冬場に向け、在庫の積み増しができるかだ。ロシアからの供給減に対する代替策として、EUは米国などからのLNG輸入を増加させているが、受入能力にも限界がある。需要が高まる冬に向け、ロシアからの供給停止などが発生した場合は、需要抑制策として企業や家計の経済活動を抑制する可能性もある。

エネルギーのロシア依存の解消に向け、欧州委員会は再生可能エネルギーへの投資加速を、ドイツはLNG受入基地の能力拡大投資を検討するなど、エネルギー供給源の多様化を進める方針だ。これらの対策は、ウクライナ侵攻を受けた短期的な供給不足を解消するには至らないものの、中長期では欧州のエネルギー自立性の向上に資するだろう。

第二に、貿易・投資について、EUのEU域外との貿易に占めるロシアの輸出入シェアはともに5%程度(2020年)にとどまるが、バルト3国など東欧諸国はロシア向け輸出のシェアが高い。これらの国の輸出・生産減少による経済の落ち込みは、他のEU域内国にも波及するとみる。投資についても、19年時点でEUの対口直接投資(FDI)は約3,100億ユーロとなっており、企業の進出も進んでいる。ロシアのウクライナ侵攻を受け、企業はロシア事業からの撤退や現地工場の生産停止を表明するなど、企業活動への影響が拡大している。生産・販売拠点としてロシアの代替先を探す動きは今後進むとみるが、短期的にはロシア向けの輸出・販売の減少が企業活動を下押しするとみる。

第三に、金融について、欧州はロシア向け与信残高が相対的に大きいのが、その一部が不良債権化したとしても、自己資本で償却できる範囲にとどまっている。オーストリアなどの一部金融機関への影響には注意が必要だが、世界的な金融システム不安に波及する可能性は低いとみる。

以上を踏まえ、欧州5カ国(ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、英国)の2022年の実質GDP成長率は、前年比+3.2%(改定前:同+4.0%)に下方修正、2023年は同+2.6%(変更なし)とする。

中国経済

中国は、日米欧が主導する経済制裁には追従せず、ロシアとの正常な貿易取引を継続する姿勢を示している。ロシアとの貿易取引の維持により、日本や欧州からのロシア向け輸出の代替として、中国からのロシア向け工業製品の輸出増加が見込まれる。ロシアにとって、欧州に代わる天然ガスなどの安定的な輸出先としての中国の重要性は増しており、中国にとっても、エネルギー資源の調達力向上といった恩恵が見込まれる。もっとも、経済制裁によるロシア経済の落ち込みを想定すると、経済成長率の押し上げ効果は軽微なものにとどまるであろう。

より注意を要するのは、ロシアのウクライナ侵攻の長期化に伴うエネルギー価格の高止まりだろう。不動産市況の落ち込みに、物価上昇が加わることによる消費の鈍化が懸念される。ただし、3月5-6日に開催された全国人民代表大会で2022年の経済成長率目標を5.5%前後としており、景気減速局面では政府の下支え策の発動が見込まれる。ロシアによるウクライナ侵攻の経済への悪影響を、財政出動などの政策対応で打ち消すことを想定し、2022年の実質GDP成長率は、前年比+5.0%(変更なし)とする、2023年も同+5.2%(変更なし)とする。

図表 2-3 試算の前提詳細

経路	想定される事象		経済影響の計算方法、前提	図表2-1 影響
1 エネルギー ・鉱物 ・食料	1-1	<ul style="list-style-type: none"> エネルギー等の需給逼迫による価格上昇 	<ul style="list-style-type: none"> 各国の消費関数から、消費者物価が実質所得を通じて消費に与える影響を推計 原油価格の上昇による消費者物価の上昇分を計算 原油価格(WTI)は、3月以降、3カ月間140ドル程度で推移し、その後ウクライナ侵攻前の水準まで緩やかに低下すると設定 欧州各国への影響は地理的近接性を鑑み、他国の4倍の産出高減少率を設定 	A
	1-2	<ul style="list-style-type: none"> ロシアからの輸出停止・減少 エネルギー等の供給不足による経済活動制約 	<ul style="list-style-type: none"> 国際産業連関表の国×品目の投入係数をもとに、産出高に占めるロシアからの投入比率に応じて、産出高が減少 例えば、ロシアからの投入比率が0.5%の品目の場合、その産出高が3カ月間1%減少すると設定（投入比率1%の場合は産出高2%減） 欧州各国への影響は地理的近接性を鑑み、他国の4倍の産出高減少率を設定 	B
	1-3	<ul style="list-style-type: none"> ロシア以外の他の調達先への切り替え 		織り込んでいない
2 貿易・サプライ チェーン	2-1	<ul style="list-style-type: none"> 決済・物流制約によるロシアからの調達制約 サプライチェーンの遅延 	<ul style="list-style-type: none"> 国際産業連関表の国×品目の投入係数をもとに、産出高に占めるロシアからの投入比率に応じて、産出高が減少 例えば、ロシアからの投入比率が0.5%の品目の場合、その産出高が3カ月間1%減少すると設定 欧州各国への影響は地理的近接性を鑑み、他国の4倍の産出高減少率を設定 	B
	2-2	<ul style="list-style-type: none"> 決済・物流制約によるロシア向け輸出制約 	<ul style="list-style-type: none"> 各国・各部門からのロシア向け輸出が年間▲20%減 国際産業連関表を用い、ロシア向け輸出が年間▲20%減少した場合の世界経済への波及を計算 	C
	2-3	<ul style="list-style-type: none"> ロシア経済の落ち込みによるロシア向け輸出の減少 	<ul style="list-style-type: none"> ロシアの2022年の実質GDPが年間▲10%減 国際産業連関表を用い、ロシアの最終需要が年間▲10%減少した場合の世界経済への波及を計算 	D
	2-4	<ul style="list-style-type: none"> ロシア以外の他の輸出先・調達先への切り替え 		織り込んでいない
3 投資	3-1	<ul style="list-style-type: none"> 資源開発など外国資本によるロシア向け投資プロジェクトの停止 		織り込んでいない
	3-2	<ul style="list-style-type: none"> 自動車販売などロシア国内市場向けの事業停止 		織り込んでいない
	3-3	<ul style="list-style-type: none"> ロシア以外の他の投資先・販売先への切り替え 		織り込んでいない
4 金融	4-1	<ul style="list-style-type: none"> 投資家のリスク回避姿勢の強まり 	<ul style="list-style-type: none"> 各国の消費関数から、資産価格が消費に与える影響を推計 各国の株価下落率は、代表的株価指数について、1月末の値と、2月以降の最も低い値への下落率を用い、これが3カ月継続すると設定 欧州各国への影響は地理的近接性を鑑み、下落期間を他国の4倍の12カ月に設定 	E
	4-2	<ul style="list-style-type: none"> ロシア通貨危機 ロシア向け債権のデフォルト 		織り込んでいない
	4-3	<ul style="list-style-type: none"> 旧ソ連圏などへの信用不安の連鎖による金融システム不安 		織り込んでいない
5 サイバー	5-1	<ul style="list-style-type: none"> サイバー攻撃の多発によるサプライチェーンの遅延 		織り込んでいない
	5-2	<ul style="list-style-type: none"> サイバー攻撃による主要国での重要インフラの稼働停止 		織り込んでいない

出所：三菱総合研究所

3. 日本経済の見直し改定

2021年10-12月期の実質GDP成長率(2次QE)は、1次QEから下方修正され、実質季調済前期比+1.3%→+1.1%(同年率+5.4%→+4.6%)となった。内訳をみると、民間最終消費支出(同+2.7%→同+2.4%)が下方修正された影響が大きい。

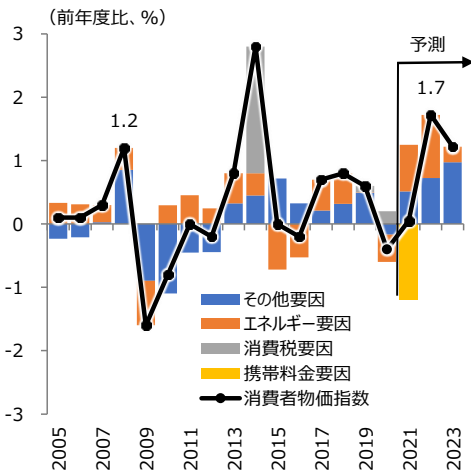
今回の見直し改定では、上記2次QEの反映に加え、(1)ロシアのウクライナ侵攻、(2)まん延防止等重点措置の適用延長による日本経済に予想される影響も反映した。

(1)ロシアのウクライナ侵攻による日本経済への影響

図表1-1(P.1)で挙げた6つの経路のなかでは、経路①(エネルギー・鉱物・食料)は日本の消費や企業活動の下押し圧力となる。日本は販売価格への価格転嫁の動きが弱く、エネルギー価格上昇による消費者物価の上昇幅は欧米に比べると小さいとみられるが(図表3-1)、2022年度は前年度比+1%台後半の上昇が予想される。四半期ベースで一時的に同+2%を上回るとみている。名目賃金上昇率を上回る消費者物価上昇率の高まりは、実質消費を一定程度押し下げるだろう。

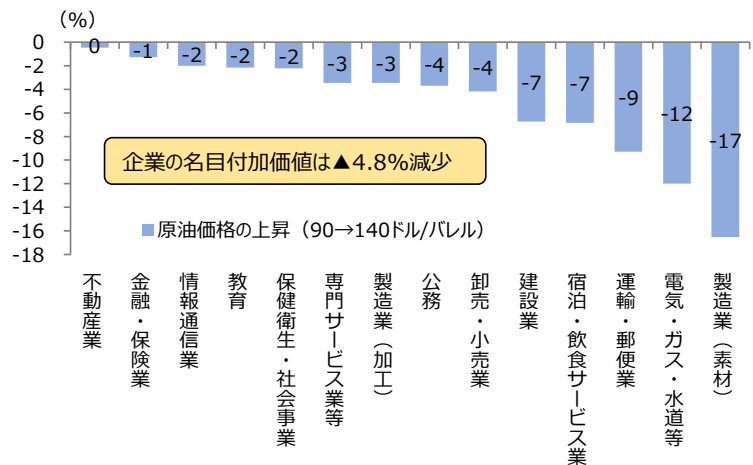
また、価格転嫁が十分にできないなかでの、エネルギー価格の上昇は企業業績の悪化につながる。製造業(素材)や電気・ガス・水道等のほか、宿泊・飲食、運輸・郵便などコロナ危機の影響が大きかった業種で、エネルギー価格上昇の影響が大きい(図表3-2)。

図表 3-1 消費者物価の見直し(日本)



注: 生鮮食品を除く総合。原油価格(WTI)は2022年4-6月期に140ドル/バレルまで上昇、その後は2023年末にかけて70ドル台半ばまで緩やかに低下すると想定。
出所: 総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 3-2 エネルギー価格上昇による名目付加価値の変化率(日本)

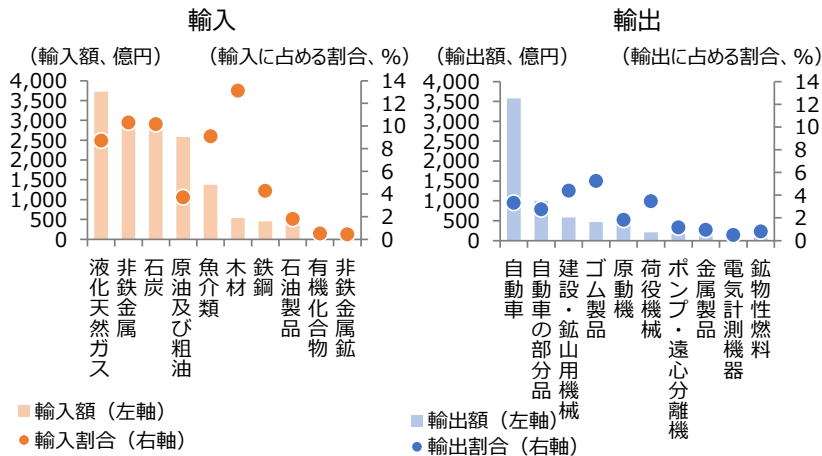


注: 原油価格(WTI)がウクライナ侵攻前の90ドルから、140ドルまで上昇した場合の影響を試算。試算では、①消費者向けの販売価格や生産額、投入構造は変わらない、②原油価格上昇による投入コスト増加のうち、電気、ガス・熱供給、製造業のうち素材業種では企業向け販売価格に100%転嫁、それ以外の業種では企業向け販売価格に50%転嫁、残り50%は業種内で負担すると想定。
出所: 内閣府「SNA産業連関表(2019年)」より三菱総合研究所作成

経路②(貿易・サプライチェーン)も日本経済の下押し要因となる。まず、各国の経済制裁によるロシアとの決済停滞や、企業のロシア離れなどから、ロシアからの輸入減少が見込まれる。木材、非鉄金属、石炭、魚介類、液化天然ガスなどロシアからの輸入割合が高い品目を中心に輸入の代替先の確保が遅れれば、食品製造業や建設業の事業への影響が広がる。他の産業においても、世界的なサプライチェーンの停滞などの影響が波及し、供給制約による生産活動下振れが深刻化しかねない(図表3-3)。

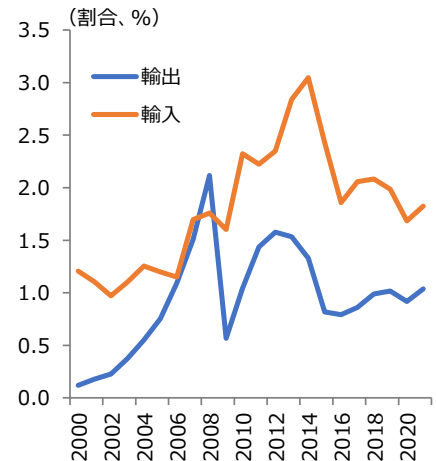
次に、輸出面では、ロシア経済の落ち込みを背景に、日本の輸出の約1.0%を占めるロシア向け輸出が大幅に減少が見込まれる(図表3-4)。エネルギー価格の上昇による各国家計や企業の購買力低下により、ロシア以外の国・地域への輸出も弱い動きとなろう。

図表 3-3 品目別の対ロシア輸出入(日本)



注:2021年。上位10品目のみ掲載。輸出入に占める割合は「各品目の輸出(輸入)総額に占めるロシア向け輸出(輸入)の割合」。
出所:財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

図表 3-4 ロシア向け輸出入(日本)



注:輸出および輸入に占めるロシア向けの割合。
出所:財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

経路③(投資)では、ロシアでの事業停止が企業業績の下振れにつながる。物流・決済の混乱によるサプライチェーンの停滞などを背景に、現地生産・サービス提供を停止する動きが出始めている。日系の海外現地法人における世界の売上高に占めるロシアの割合は1%である。企業業績の悪化に加え、ロシア・ウクライナ情勢悪化の世界経済への影響も不確実性が高いことは、企業の設備投資の下押し要因となろう。

ロシアのウクライナ侵攻による混乱が長期化する場合には、ロシアでの事業継続に伴うレピュテーションリスクや経済安全保障(エネルギーの安定的な確保、供給先の多角化など)も考慮しつつ、ロシアからの事業撤退を本格的に検討せざるを得なくなるとみられる。

経路④(金融)では、株価下落による負の資産効果により消費に悪影響が及ぶ。2月上旬に2万7,000円台であった日経平均株価は、ロシアのウクライナ侵攻後、3月8日時点で2万5,000円を割り込んだ。今後も株価の下落が続いた場合、消費・企業マインドも悪化し、家計の消費姿勢や企業の投資姿勢が慎重化しかねない。

経路⑤(サイバー)への対策も、日本企業の課題だ。代替先の確保が難しい財・サービスを提供する企業で企業活動が長期間止まれば、幅広い企業に悪影響が及ぶ。特に自動車などすそ野の広いサプライチェーンを構成する企業などでは、系列会社や委託先なども含めた対策の強化が求められる。

(2)まん延防止等重点措置の適用延長の影響

2022年1-3月期は、18都道府県を対象としたまん延防止等重点措置の適用延長(3月21日まで)も、消費の下振れにつながる。2022年1-3月期におけるまん延防止等重点措置による経済損失を試算すると、▲1.6兆円程度を見込む(延長前は同▲1.2兆円程度)。

上記を踏まえた日本経済の見通し

2022年1-3月期は、ロシアのウクライナ侵攻の影響とまん延防止等重点措置の適用延長を踏まえて実質GDP成長率の予測値は、実質季調済前期比▲0.1%と、前回見通し(1次QE後、2月16日)の同+0.2%から下方修正する。

2022年4-6月期以降は、オミクロン株による感染拡大も落ち着き、国内では外出関連業種を中心に経済活動の再開が進むとみる。経済活動の正常化に伴う雇用・所得環境の改善に加え、コロナ危機下で積み上がった約50兆円の過剰貯蓄が消費に回ることが国内需要を押し上げるだろう。一方で、ロシアのウクライナ侵攻による貿易やエネルギー価格を通じた悪影響が本格的に顕在化し始めることから、消費者物価上昇率は、名目賃金上昇率を上回る伸びが予想され、実質消費を一定程度押し下げるとみる。国内需要の回復ペースは2月中旬時点での想定よりも弱いペースとなろう。供給制約や輸出減少による生産活動の抑制、企業の投資姿勢の慎重化なども日本経済の抑制要因となる。2022年度の実質GDP成長率は前年度比+2.6%と、前回見通し(1次QE後、2月16日)から0.3%ポイント下方修正する。コロナ危機前(2019年10-12月期)までに実質GDPが回復する時期は2022年4-6月期を見込む。

なお、2023年度は、現時点でロシアのウクライナ侵攻の今後の展開や、その世界経済への影響が見通せないことから、今回は改定なしとする。

図表 3-5 2021～2023 年度の日本の実質 GDP 成長率予測

(%) 項目	実績		予測					
	2020年度		2021年度		2022年度		2023年度	
	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度
実質GDP	▲ 4.5	***	2.3	***	2.6	***	1.2	***
国内需要	▲ 3.9	▲ 3.9	1.3	1.3	2.7	2.7	1.4	1.4
民間需要	▲ 6.2	▲ 4.6	1.8	1.3	3.3	2.4	1.6	1.2
民間最終消費支出	▲ 5.4	▲ 3.0	2.5	1.3	3.7	2.0	1.3	0.7
民間住宅	▲ 7.8	▲ 0.3	▲ 1.3	▲ 0.0	▲ 2.4	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.0
民間企業設備	▲ 7.5	▲ 1.2	1.1	0.2	3.3	0.5	2.6	0.4
民間在庫変動	***	▲ 0.2	***	▲ 0.1	***	▲ 0.0	***	0.1
公的需要	3.0	0.8	0.1	0.0	1.1	0.3	0.8	0.2
政府最終消費支出	2.5	0.5	2.0	0.4	1.2	0.3	0.4	0.1
公的固定資本形成	5.2	0.3	▲ 7.1	▲ 0.4	0.9	0.0	2.4	0.1
財貨・サービスの純輸出	***	▲ 0.6	***	1.1	***	▲ 0.1	***	▲ 0.2
財貨・サービスの輸出	▲ 10.5	▲ 1.8	12.3	2.2	0.2	0.0	0.9	0.2
財貨・サービスの輸入	▲ 6.7	1.2	6.0	1.1	0.6	0.1	1.9	0.4
名目GDP	▲ 3.9	***	1.1	***	2.9	***	2.1	***

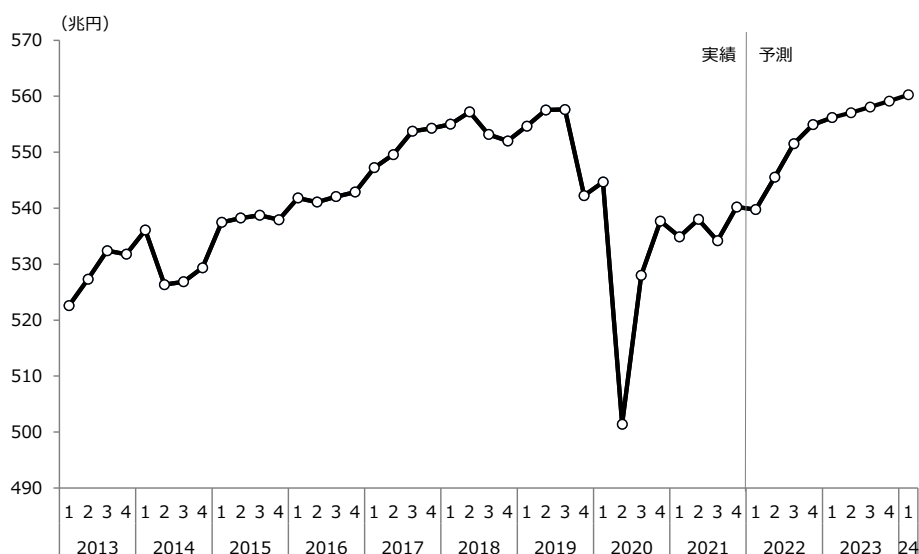
出所：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

図表 3-6 日本の四半期別実質 GDP 成長率予測

		実績				予測				2024 1-3				
		2021 1-3	4-6	7-9	10-12	2022 1-3	4-6	7-9	10-12					
実質GDP	前期比	-0.5%	0.6%	-0.7%	1.1%	-0.1%	1.1%	1.1%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
	前期比年率	-2.2%	2.4%	-2.8%	4.6%	-0.3%	4.4%	4.4%	2.5%	0.9%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%
	前年比	1.6%				2.1%				1.8%				
	前年度比	-4.5%	2.3%				2.6%				1.2%			

出所：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

図表 3-7 日本の実質 GDP 見通し



出所：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

本件に関するお問い合わせ先

株式会社三菱総合研究所
〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目 10 番 3 号

【内容に関するお問い合わせ】

政策・経済センター

電話:03-6858-2717

メール:pecmacro@ml.mri.co.jp

【報道機関からのお問い合わせ】

広報部

電話:03-6705-6000

メール:media@mri.co.jp
