

2022 年 3 月 22 日 全 36 頁

ウクライナ問題に関する緊急レポート

世界経済へのインパクトをどうみるか

リサーチ本部

[目次]

1. ウクライナ問題の概観と必要とされる政策対応・・・・・・・・・・2
(副理事長 兼 専務取締役 リサーチ本部長 熊谷亮丸)
2. ハイパーインフレは「プーチンの戦争」を止めるか？・・・・・・・・7
(金融調査部長 児玉卓)
3. 世界経済（経済調査部 シニアエコノミスト 神田慶司）・・・・13
4. 日本経済・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・15
(経済調査部 シニアエコノミスト 神田慶司、エコノミスト 小林若葉、エコノミスト 岸川和馬、エコノミスト 鈴木雄大郎)
5. 欧州経済（経済調査部 シニアエコノミスト 近藤智也）・・・・21
6. 米国経済（経済調査部 シニアエコノミスト 橋本政彦）・・・・27
7. 中国経済（経済調査部 主席研究員 齋藤尚登、エコノミスト 岸川和馬）・・・・32

1. ウクライナ問題の概観と必要とされる政策対応

ウクライナ問題の概観

ウクライナ問題が世界中を震撼させている。

現状、ロシアのプーチン大統領は、「ロシア帝国復活」という見果てぬ夢を追い、理性的な判断力を失っているのではないかとみる向きも少なくない。ロシアを中心とした「欧州でもアジアでもない」独自の文明圏の再構築を目指す「新ユーラシア主義」を信奉し、ソ連崩壊後に築かれた欧州の国際秩序を根本から覆そうとしているとの見方である。

今後のウクライナ問題の行方は予測困難であり、問題が長期化、泥沼化することが懸念される。ここまで、累次の停戦交渉が行われてきたが、ウクライナの非軍事化や、中立化（NATO に加盟しないことを法的に確約すること等）、クリミア半島におけるロシアの主権承認などを求めるロシア側と、即時停戦やロシア軍の撤退などを主張するウクライナ側のへだたりは大きく、未だ停戦の目処は立っていない。国連のグテーレス事務総長は、「かつては考えられなかった核戦争が今では起こり得る」「事態は悪化の一途をたどっている。この戦争に勝者はなく、敗者だけだ」と述べ、強い警戒感を表明している。

周知のように、ロシアやウクライナは、国際商品市場におけるプレゼンスが非常に大きい。両国は石油等はもちろんのこと、①排ガス浄化装置の触媒や、コンデンサーの回路として自動車生産に欠かせないパラジウム（世界の生産におけるロシアのシェアは約4割）、②ステンレス鋼や電池の部材になるニッケル（同 約1割）、③半導体製造に不可欠なネオンガス（世界の生産に占めるウクライナのシェアは約7割）といった、希少資源の分野における存在感も大きい。両国は世界有数の穀物の輸出国でもあり、小麦の世界輸出におけるシェアはロシアが17%程度、ウクライナも12%程度に達している。ロシアのウクライナ侵攻を受けた、世界的な小麦価格の高騰などを背景に、わが国でも輸入小麦の政府売り渡し価格は4月以降、平均17.3%引き上げられることになり、過去2番目の高い伸びとなった。

他方で、西側諸国の経済制裁が、今後ロシアに大きな打撃を与えることは間違いない。

米国のバイデン大統領は、一般教書演説において「プーチンはかつてなく世界から孤立した」「独裁者は侵攻の代償を払わなければ更なる混乱を引き起こす」として、プーチン大統領を厳しく糾弾した。バイデン政権は、米国の技術が使用されたハイテク製品や、原油掘削に関連した製品・技術の輸出管理の強化、ロシア産の原油・天然ガス・石炭などのエネルギー、およびロシアの主要産物である食料品やダイヤモンドなどの禁輸を実施している。さらに、バイデン政権は、ロシアに対する貿易上の最恵国（MFN）待遇を撤回することを決定し、他のG7諸国も追随する可能性が高まっている。

こうした貿易面での制裁に加えて、①SWIFT（国際銀行間通信協会）がロシアの7銀行とベラルーシの3銀行を、国際的なネットワークから排除したこと、②欧州、米国、日本が、ロシア中央銀行・政府系ファンド・財務省に対する取引制限・資産凍結などの制裁を行った結果、ロシアは国外に分散していた外貨準備にアクセスすることができなくなったこと、などを中心とする、

金融面での断固たる制裁が、ロシア経済に対して甚大な打撃を与える公算が大きい。為替介入ができなくなりルーブルが急落したことから、ロシア中央銀行はルーブル防衛のために政策金利の大幅な引き上げを余儀なくされることとなった。世界中の名だたる一流企業も、ロシアでの製品・サービスの販売停止や、ロシア事業からの撤退などを相次いで表明している。最終的には、ロシアで悪性の「スタグフレーション（不況下の物価高）」が進行する中、プーチン大統領が失脚するというシナリオが現実化する可能性も視野に入れる必要があるだろう。

ウクライナ問題がグローバル経済に与える影響

ウクライナ問題はグローバル経済にも大きな打撃を与える。例えば、①資源や食料品（小麦等）価格の高騰に伴う、世界的な「スタグフレーション（不況下の物価高）」進行リスクの高まり、②世界的な株安を受けた「逆資産効果」の発生（消費の腰折れ等）、③対外与信総額に占めるロシア向け与信のウエイトが高い、オーストリア、イタリア、フランスの金融機関の経営悪化などをきっかけとするグローバルな金融危機の発生、などに警戒が必要である。

今回のレポートの分析対象である主要地域ごとに見た、経済面での主なポイントは以下の通りだ。

日本経済に関しては、今回のレポートで、市況（資源高、株価）と日ロ間取引（貿易、直接投資、ロシアへの与信）から、ウクライナ問題が日本経済に与える影響について検証している。わが国の輸出総額に占めるロシア向けのウエイトは1.0%、輸入総額に占めるロシアのウエイトは1.8%と、日本とロシアの直接的な貿易関係は決して緊密ではない。また、ロシアへの直接投資残高やロシア向け債権が全体に占める割合は0.1~0.2%とわずかである。エネルギーや金属などの輸入品目の中にはロシアへの依存度が高いものもあるため、輸入が減少した場合に輸入コストやサプライチェーンに影響が及ぶ可能性には注意が必要だが、今回の事態がロシアと西側諸国の武力衝突に発展しなければ、日本経済が腰折れする事態は回避される見通しである。他方で、新型コロナウイルスの感染拡大とウクライナ問題が長期化するケースでは、2022年度のわが国の実質GDP成長率は大幅に下振れ（従来見通し：+3.5%⇒+1.5%程度）することが懸念される。

グローバルに見て、ロシアのウクライナ侵攻に伴うマイナスの影響を最も強く受ける地域が欧州であることは間違いない。EUのロシア産燃料への依存度（数量ベース）を見ると、天然ガスは41%、原油は27%に達している。ラガルドECB総裁は「ロシアとウクライナの戦争がエネルギーや資源価格を押し上げ、経済活動とインフレに重大な影響を及ぼす」と述べており、インフレ懸念が高まる中、ECBは7月~9月前後にも量的緩和を終了し、年内に利上げに踏み切る可能性が高まってきた。

米国に関してはそもそもロシアとの貿易が少なく、輸出制限や原油の禁輸措置などによる直接的な影響は軽微であり、それゆえ、米国はEUと比べればロシアに対して積極的に経済制裁を

実施できる立場にある。また、原油価格の上昇は、産油国である米国に対し原油生産の増加などを通じて一定のプラスの効果をもたらし得る。しかしながら、2月の米国の消費者物価は前年比+7.9%と40年ぶりの高い伸びを示しており、今後、原油価格の上昇は高進が続く米国のインフレ率をさらに押し上げ、消費者マインドの悪化、個人消費減速の要因になる可能性がある。さらに、金融市場の混乱、とりわけ株価の下落が続けば、逆資産効果によって経済面での打撃が拡大することが懸念される。

中国は対ロシア制裁を行わず、通常の貿易・経済関係を維持するとみられる。「四面楚歌」と言っても過言ではない状況に追い込まれつつあるロシアは、少々のコスト高には目をつぶってでも対中国依存度を高めざるを得ず、結果的に、中国经济への悪影響は相対的に小さなものにとどまろう。他方で、中国は西側諸国の対ロシア経済制裁の効果を吟味し、自国に置き換えて綿密なシミュレーションを行った上で、今後の政策対応を練り上げることになる。具体的には、①SWIFTから排除されるリスクに備えた、デジタル人民元を含めた人民元の国際化や、クロスボーダー人民元決済システムCIPS（RMB Cross-Border Interbank Payment System）の活用・機能強化を推進すること、②食糧・エネルギー安全保障の観点から、自給率を高めると同時に、調達先を多様化すること、③ハイテク規制強化の悪影響を抑えるために研究開発投資を加速し国産化率を引き上げることなどに取り組むとみられる。

今後必要とされる政策対応

今後、ウクライナ問題に対して必要とされる、わが国の主な政策対応は以下の通りである。

第一に、ガソリンや小麦などを中心とする資源や農産品価格の高騰への対応が必要となる。

最大の論点は、ガソリン税の上乗せ分を一時停止するトリガー条項の凍結解除の是非だ。同条項は灯油、重油は対象外で、暖房用の灯油の値上がり抑制まではできず、加えて国と地方の税収が1年間で1.6兆円減るとの試算も提示されるなど、凍結解除に向けたハードルは相応に高い。とはいえ、ウクライナ問題がより一層、深刻化、泥沼化する局面では、トリガー条項に関するいくつかの手直しを行った上で凍結解除に踏み切るのが現実的であろう。

さらに、食料品価格などが値上がりする中、生活費の負担が増加していることから、低所得者層へのきめ細かい支援策も欠かせない。

第二に、円安の進行は主として内需向けの業種が多い中小企業などに打撃を与えるため、こうした主体に焦点を当てた経済対策の策定が必要である。今後は円安に加えて、資源高、欧州経済の悪化、金融市場の混乱、輸送費の上昇や輸送網の混乱、半導体需給逼迫による部品調達に関する懸念などを通じた日本経済への影響を注視しつつ、中小企業などへのきめ細かいサポートを行うべきであろう。

第三に、より本質的な問題として、継続的な賃上げを実現するためには、労働生産性の引き上げが急務である。そのためには、①デジタル化や組織のフラット化などを進めて、企業や政府の業務効率を改善、②企業の新陳代謝を促すことで、供給過多から企業が値下げ競争に陥ってい

る現状を是正、③「失業なき労働移動」を進めることで、経営者が好況期に社員の賃金を安心して引き上げられる環境を整備、④外国人高度人材の活用や女性の更なる活躍を推進して、ダイバーシティ（多様性）を高め、イノベーション（技術革新）を起きやすくすること、⑤グリーン化、デジタル化、規制改革等を通じて、企業の成長期待を高めること、⑥コーポレート・ガバナンス（企業統治）を強化、⑦人的資本を中心とする無形資産投資を促進して、労働者の「エンプロイアビリティ（雇用され得る能力）」を高めるといった、わが国の労働生産性引き上げに向けた、多面的な施策を講じる必要がある。

第四に、経済安全保障の強化が喫緊の課題である。具体的には、現在、国会で審議中の経済安全保障推進法の早期成立に加えて、エネルギー戦略の練り直しに着手するべきだ。再生可能エネルギーを最大限導入すると共に、安全最優先での原発の再稼働、資源調達先の多様化などにより、エネルギー自給率を向上して、エネルギーの安定供給に努めねばならない。食料自給率（カロリーベース）という面でも、日本は 37%と、米国（130%程度）などに大きく見劣りしていることへの対処が必要であろう。

第五に、軍事面でも、東アジアの安全保障環境の激変に対する万全の備えが必要だ。ウクライナ問題をきっかけに、「核保有国であれば、経済力の弱い国ですら武力による現状変更が可能である」との誤った認識が国際社会において広がれば、東アジアにおける新たな地政学リスクが強まることが懸念されるからである。

第六に、言うまでもなく、岸田政権の看板政策である「新しい資本主義」を、より一層加速することが不可欠である。

筆者は、「新しい資本主義」の「新しさ」は、基本的に以下の 3 点だと考えている。

第一に「ヒト（人的資本）」を中心とした「無形資産」への投資を積極化する点である。第四次産業革命が進展する中、近年、世界的に企業の付加価値やイノベーションの源泉は人的資本などの無形資産へと大きくシフトしている。従来、企業は「ヒト」に対する支出は後ろ向きの「コスト」だと捉えがちであったが、今後は未来に向けた「投資」として前向きに評価するべきだ。

第二に「経済安全保障」の強化に象徴される「官と民間の役割分担の再編成（新しい官民連携）」が模索される点である。ここで重要になるのが「自助・共助・公助」の中で「共助」だ。「共助」の柱は「保険」と「寄付」なので、全世代型社会保障改革の推進や、企業版ふるさと納税等の寄付制度を拡充することなどが政策課題となる。こうした文脈の下で、地域社会におけるコミュニティや NGO などへのサポートの強化も必要である。

第三に、金銭的な尺度だけでは評価できない、国民の「ウェル・ビーイング（幸福）」を考慮する点である。将来的には、全国一律のみならず、地域ごとに住民の幸福度を定量化することなども考えられよう。

いずれにしても、世界中がウクライナ問題に震撼している今こそ、岸田政権の真価が問われている。

「保守 (Conservative)」の語源を調べてみると、「防腐剤」という意味合いもある。不断の改革を図ることこそが、大切な美点を守り抜くことを可能にする。岸田政権には、ウクライナ問題を奇貨として、自由闊達な議論を通じて、日本の未来について長期的、多面的、そして根本的に考察した上で、わが国が進むべき道を、国民に対して分かりやすく提示してほしい。

2. ハイパーインフレは「プーチンの戦争」を止めるか？

強面のポピュリストと人々の声

図表 2-1 はロシアの独立系（非政府系）世論調査機関であるレバダセンターによるプーチン大統領の支持率である。直近 2 月にやや上昇していることが見て取れるが、実際にロシア軍によるウクライナ侵攻が始まった 2 月 24 日以降のロシアの世論を見るには、3 月以降の調査を待つ必要がある。

図表 2-1 ロシアにおけるプーチン氏の支持率（%）



（出所）Levada-Center より大和総研作成

それに先立ってここで注目しておきたいのは、2018 年に支持率が急落し、後も停滞が継続していることである。振り返れば、2014 年のクリミア併合、ウクライナ東部紛争も、プーチン氏への支持率が顕著に低下する中で勃発した。そしてこの図表が示す通り、紛争が支持率回復の決定打となった。ロシアには「超大国ソビエト連邦」へのノスタルジーがかなり広く共有されているということだが、仮に 2014 年の「成功体験」がプーチン氏に今次のウクライナ侵攻の誘因を多少なりとも与えたのであれば、今後、同氏の支持率は「プーチンの戦争」の帰趨を占う上で、極めて重要な指標となり得る。プーチン氏は強面ながらも支持率に強いこだわりを持つポピュリストでもあると考えられるのだが、2014 年当時と異なり、支持率が停滞を脱することがないのであれば、プーチン氏にとって戦争を継続することの便益の一つが失われるからだ。

もちろん、プーチン氏の政治判断に対する支持率の有用性や意味合いは、同氏がどの程度合理的な判断に基づいて政策を決定しているのかなどによって変わって来ざるを得ない。しかし、こうした世論調査を含め、ロシア国内から湧き上がってくる声が、戦争終結までの長さを決める重要な変数になる可能性は低くないように思われる。

では、その声の質や大きさを決めるのは何か。一つは、「超大国ノスタルジー」はロシア（主に軍人）、ウクライナ（軍人も市民も）両国の多大な人命の犠牲を超えるほどの強靭さを持っているのかであろう。そして、もう一つは経済である。

ルーブルが紙屑になる

ロシア経済は激的な悪化に向かっている。その背景の一つに日米欧などによる厳しい経済制裁があるが、中でも劇薬中の劇薬といえるのがロシア中銀に対する制裁である。これにより、ロシアはルーブル下落への対抗力のおよそ半分を奪われることになったといわれる。既にルーブルの対ドルレートは急落し、中央銀行は政策金利を大幅に引き上げるなどしているが、下落はまだまだ続くであろう。

図表 2-2 ルーブルの対ドルレート



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

そう予想される根拠は第一に、ルーブル安に対抗するべくロシア中銀の介入原資の多くが日米欧によって抑えられてしまったことを既に皆が知っていることにある。それがルーブル下落期待を増幅させ、ルーブル安を加速させることとなろう。ルーブルの売り手からすれば、いわば買い手不在のマーケットで負けのない賭けをしているようなものであり、そうした需給のアンバランスがさらに売り手一色のマーケットを生むということだ。このような状況下では価格（金利）の威力は限定的なものでしかなくなる。

第二には、ロシアの富裕層を中心に資産の国外移管が進んでいると報じられている。それはロシアにおける外貨、ないしは外貨に交換可能な資産の希少性を高める。そしてやはり、外貨のアベイラビリティの低下予想が、ルーブル安に拍車をかける。より深刻なのは、このような現象自体、ロシア人自身が同国における資産保全の危うさを感じている証拠だということだ。こうした行動は往々にして、コンテージョンにつながる（逃避が逃避を生む）。

これまで少なからぬ新興国・途上国が通貨危機に見舞われてきたが、危機は当該国や国際社会に教訓を与える機会ともなってきた。比較的引き締めの金融政策、反拡張的な財政政策、外貨準備の積み増しなどが危機経験国のスタンダードとなり、多国（二国）間通貨スワップ協定の締結などセーフティネットの拡充が図られてきたのも、一種の危機の効用であった。無論、IMF という危機下の貸し手も存在する。そして、こうした新興国・途上国の政策スタンスやセーフティネットの存在が、当該国通貨の崩落期待に歯止めをかける役割を果たしても来た。しかしロシアは事実上、このような安定化メカニズムを全て（中国の存在を考慮したとしても、ほぼ全て）

手放してしまったのである。このようなケースは、これまでになかったのではないか。

外国資産接収という脅し、あるいは焦り

もう一つ重要なことは、ルーブルの下落、停滞期間が長期に及ぶと予想されることだ。それだけ、後に述べる強烈なインフレが一過性のものでは済まなくなる可能性が高くなる。

アジア通貨危機にせよ、比較的最近のトルコ危機にせよ、いったんマーケットが劇的に動揺すると当該国通貨はPPP（購買力平価）などから（ごく大雑把に）想定されるフェアバリューを越えて下落するのが常であるが、いずれかの時点で自律的な反発局面に至る。例えばアジア通貨危機の例でいえば、さすがにサムスン電子が倒産することはないと考えた投資家が、平時ではあり得ないほどにスプレッド（リスクプレミアム）が広がった同社の社債に打診買いを入れる、といったことが起きる。こうしたいわば、「資産の安値買い」が徐々に増加し、連れて通貨も反発する。安値買いは直接投資にも波及し、経済の立て直しにつながっていく。ところが、ロシアではこのような展開が想定しにくくなっている。

なぜなら永久に、とはいわないまでも予見される将来のうちに、ロシアにおけるビジネス環境が正常化することはあり得ないという予想が醸成されつつあるからだ。少なくともプーチン氏が政権の座にある限り、ロシアにおける「契約」は全て無価値になる恐れがある（外貨建て政府債務をルーブルで返す??などはまだ無邪気な部類だ）。そのような国の資産を、安くなったからといって買う外国人投資家がどれだけいるだろうか。いうまでもないが、これは損得（高い安い）の問題ではなく信頼性の問題である。となれば中国企業でさえ、ロシア市場参入には躊躇を覚えるのではないか。

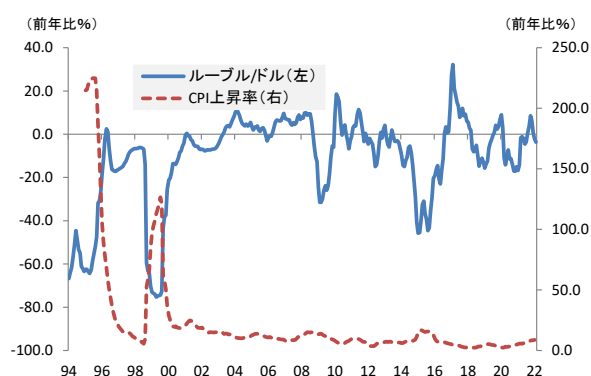
実際、少なからぬグローバル企業がロシアビジネスからの撤退、規模縮小を決めているが、こうした動きは、短中期的にロシアにおける生産能力の減少を引き起こし、同時に同国のビジネス環境の長期的な劣化予想を強める効果を有する。現在はロシアからの撤退に伴う逸失利益とレピュテーションリスクとを天秤にかけている企業も少なくないと思われるが、ロシア経済のファンダメンタルズの悪化に伴って逸失利益も萎んでいかざるを得ない。逆に「戦争」が長期化すればするほど、ロシアで漫然とビジネスを続けることへの社会的風当たりはより厳しいものとなっていくだろう。「安値買い」が起こらないにとどまらず、同国からの退出が加速することはほぼ確実であると思われる。

このような状況の中、プーチン氏はロシアから退出する外国企業の資産を接収する可能性をほのめかしていると伝えられている。ロシアが外貨確保の方策を失いつつあることへの焦りの表出とみるべきだろうが、これは全克的外れで逆効果なアナウンスというほかはない。第一にこうした言動自体が、プーチン下でのロシアビジネスの信頼性を損ない、ビジネスに伴うリスクプレミアムを引き上げて期待収益率を引き下げる効果を持つ。第二に、プーチン氏の「脅し」に屈してロシアビジネスを継続することほど、グローバルな事業体として自らのレピュテーションを台無しにする行動は、現局面では考えられないからだ。

不可避のハイパーインフレ

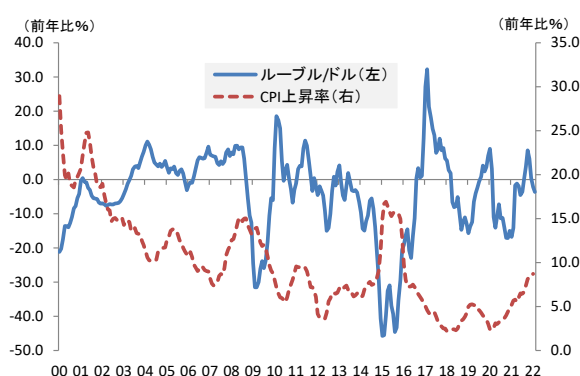
そしてルーブルの崩落の次に来るのがインフレ率の高騰である。ロシアはソ連崩壊直後と 90 年代末の 2 度にわたり、年率 100% 超のインフレを経験しているが、いずれも通貨の大幅な下落を伴っている（図表 2-3）。2000 年以降は、ハイパーと呼ぶほどのインフレは回避されているものの、やはり為替レート下落時にインフレ率が上昇していることが確認できる（図表 2-4）。

図表 2-3 ロシアの為替レートとインフレ率
①



（出所）Haver Analytics より大和総研作成

図表 2-4 ロシアの為替レートとインフレ率
②



（出所）Haver Analytics より大和総研作成

では、どの程度のルーブルの下落が、どの程度のインフレ率の高騰を生むのか。述べてきたように、想定されるロシア経済のファンダメンタルズ悪化のマグニチュード、ルーブルを支える手段とセーフティネットの欠落の深刻さは 98 年危機時を大きく上回っている。98 年当時はいずれも最悪期で対ドル 75% 程度のルーブルの下落が 120% 程度の CPI 上昇につながったのだが、当時と同等かそれ以上のルーブルの下落は想定しておくべきであろうし、既述のようにルーブルの下落局面は「資産の安値買い」の不在などから長期化する可能性も高いと思われる。

これに加えて、日米欧などからの輸入の激減、ロシアを巡る国際物流網の混乱・麻痺、更に既述の外国企業撤退などに伴う生産能力の縮小という供給ショックがインフレ率をさらに押し上げることとなろう。結果的に 98 年当時を上回るハイパーインフレに相当の長期にわたって、ロシアが苦しめられる可能性は高いと考えるべきではないか。さらに厄介なのは、高インフレが継続すると、一物一価の法則からルーブルの減価が正当化されてしまう（PPP が実際の為替レートに追いついてしまう）ことである。なおのことルーブルは回復の根拠を失うことになる。

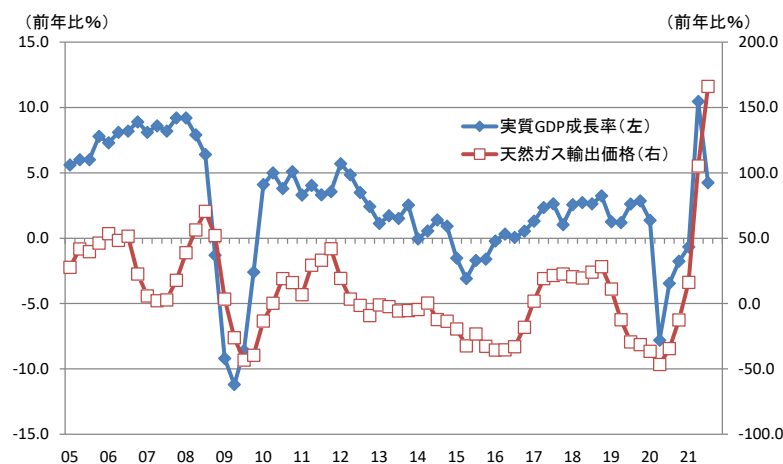
資源価格上昇はロシアを救うか？

一方、原油、ガスなどの資源価格の高騰は、ロシア経済の数少ない追い風である。実際、ソ連崩壊後のロシア経済の好不調は相当程度、資源価格で決まってきたといえなくもない（図表 2-5）。

しかし「プーチンの戦争」下におけるロシアで、両者のリンケージが維持されるとは思われない。価格の上昇が輸出数量の減少で相殺されるからだけではない。資源価格のアップダウンは、企業の設備投資や高額な耐久財消費を左右することで景気循環をけん引してきたと考えられるが、既述のように、生産設備が外国企業の撤退等により縮小する見通しが強まる中、トータルの設備投資が（もっぱら資源価格高騰のみで）刺激されるかという問題がまずある。ルーブル暴落の脅威の前に、中銀が政策金利を大幅に引き上げていることも平時とは異なる。

また、グローバル経済とのデカップリングが進む中、ロシアの富裕層が好む耐久財や奢侈財への支出はむしろ大幅に減少する可能性が高い。それらの財は輸入への依存度が極めて高いと考えられるためである。ロシア版モノカルチャー（資源への過大な依存）の弱みが顕在化するということだ。

図表 2-5 ロシアの経済成長率と資源価格



(注) 輸出価格はドル建て

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

もう一つ重要なのは、資源価格の上昇が「プーチンの戦争」に対する国民の支持を高めることは恐らくない、ということだ。資源価格上昇がもたらす富は、プーチン氏のインナーサークルや一部の企業家などを中心に分配されると考えられ、高インフレに伴う市井の人々の生活水準の悪化を打ち消すものではないからだ。仮に資源価格の高騰がロシアに有意な交易利得をもたらすのであれば、同国における所得分配のいびつさを深刻化させることになるだろう。

時間はプーチン氏の味方ではない

ここまでは比較的高い確度で予想可能なことである。すなわちルーブルが暴落し、供給ショックと相まってハイパーインフレが引き起こされる。多くのビジネスは止まり、投資は停滞し、人々の生活水準の劇的な悪化によって消費は収縮する。それを資源価格の上昇が和らげる効果は小さい。それらはすべて、「プーチンの戦争」のコストである。

しかし、こうした国内経済の苦境が戦争継続に待ったをかける効果を生むかどうかは、プーチ

ン政権による情報操作の効力や治安組織に対するプーチン氏の求心力など、多くの要因に左右される。自由を求める声が、不当な弾圧によって封殺されたままとなってしまう香港のような事例もある。ただし、ロシアの場合はプーチン政権による人々の声の圧殺と経済の急速な悪化が同時進行すると予想されるわけであり、それが香港のケースとの大きな違いである。中国政府は香港の自由を奪う際に、厳しい時間制約に直面しているわけではなかった。

冒頭、ロシアの人々の声を決めるのは「超大国ノスタルジー」の強靱さと経済であると述べたが、比重は徐々に経済に移っていくことになるのではないか。それは何より、情報操作や弾圧によって人々の生活が救われることはないからだ。生活水準の悪化はフェイクではなく、あくまでリアルだからだ。

現在のロシアの状況に関連して思い起こされるのが、アジア通貨危機で最悪のインフレ率と最悪のマイナス成長に沈んだインドネシア、そして同国を長期にわたって強権支配してきたスハルト元大統領である。プーチン氏が1998年のスハルト氏同様にすぐさま失脚するとみるのは短絡的（楽観的）に過ぎようが、これまでに蓄えてきた（政治・社会の現状維持を支えるための）政治資本（ポリティカルキャピタル）が経済の悪化で浸食されつつあるのは、プーチン氏もかつてのスハルト氏と同様である。そこにプーチン氏は相当の焦りを覚えている、ないしは今後焦りをより募らせていくのではないか。はっきりしているのは、時間はプーチン氏に味方をしないこと、そして同じことではあるが、「プーチンの戦争」に持続可能性がないことを経済が証明するであろうことだ。

3. 世界経済

3つのシナリオの下で各国・地域経済を展望

ウクライナ問題は予断を許さず、世界経済の先行き不透明感は極めて強い。そこで本章では、エネルギー価格、対ロシア貿易、株価について一定の想定を置くことで、当社の経済見通しがどの程度変化するのかを示す。

想定内容は図表 3-1 の通りである。ベースシナリオでは、原油価格（WTI）が足元の水準に近い 100 ドル/バレルで推移し、対ロシア貿易は中国以外の国・地域が経済安全保障などの観点から脱ロシアを進めていく。さらに株価は 2022 年初からの落ち込みを回復した後、緩やかに上昇すると見込んでいるが、これによって資産効果が発生し、各国の個人消費に影響を与えると想定した。資産効果については当社の「[第 210 回日本経済予測](#)」で示した推計結果に基づく。すなわち、10%の株価の変化による実質個人消費への影響は日本で年 0.2%程度、米国で同 0.5%程度、ドイツで同 0.3%程度と見込んでいる。ここではユーロ圏の資産効果をドイツの推計値で代用し、中国についてはデータ制約のため日本の推計値を利用した。

楽観シナリオは、ウクライナ問題が短期間で収束し、ロシアに対する経済制裁が解除され、資源価格が低下するという内容である。WTI は 2021 年 12 月平均並みの 70 ドル/バレルで推移し、インフレ懸念や先行き不透明感が和らぐことで株価が大幅に上昇すると見込んだ。一方で悲観シナリオでは、ウクライナ問題が深刻化してロシアに対する経済制裁が厳格化され、WTI が 200 ドル/バレルへと高騰し、株価が大幅に調整すると想定した。

図表 3-1 ウクライナ問題に関する 3つのシナリオの想定内容

	エネルギー価格 (WTI)	対ロシア貿易	株価	
			2022年	2023年
楽観シナリオ	70ドル/バレル	回復	12月の株価が 前年比+20%	名目GDP成長率 並み
ベースシナリオ	100ドル/バレル	縮小	同+5%	名目GDP成長率 並み
悲観シナリオ	200ドル/バレル	停止	同▲30%	横ばい

（出所）大和総研作成

欧州を中心に経済見通しの下振れ余地が大きいもののプラス成長を維持か

2022、23 年の実質 GDP 成長率見通しを各国・地域別にまとめた結果が図表 3-2 である。2022 年について比較すると、ロシアとの経済的な結びつきが強い欧州（ユーロ圏）の経済見通しの振れ幅が最も大きい。欧州はエネルギー輸入のロシア依存度が高く、資源高によるインフレの影響も大きいためである。悲観シナリオの成長率見通しはベースシナリオから 1.4%ポイント低下しており、2023 年でも低下幅は 1%ポイント近い。

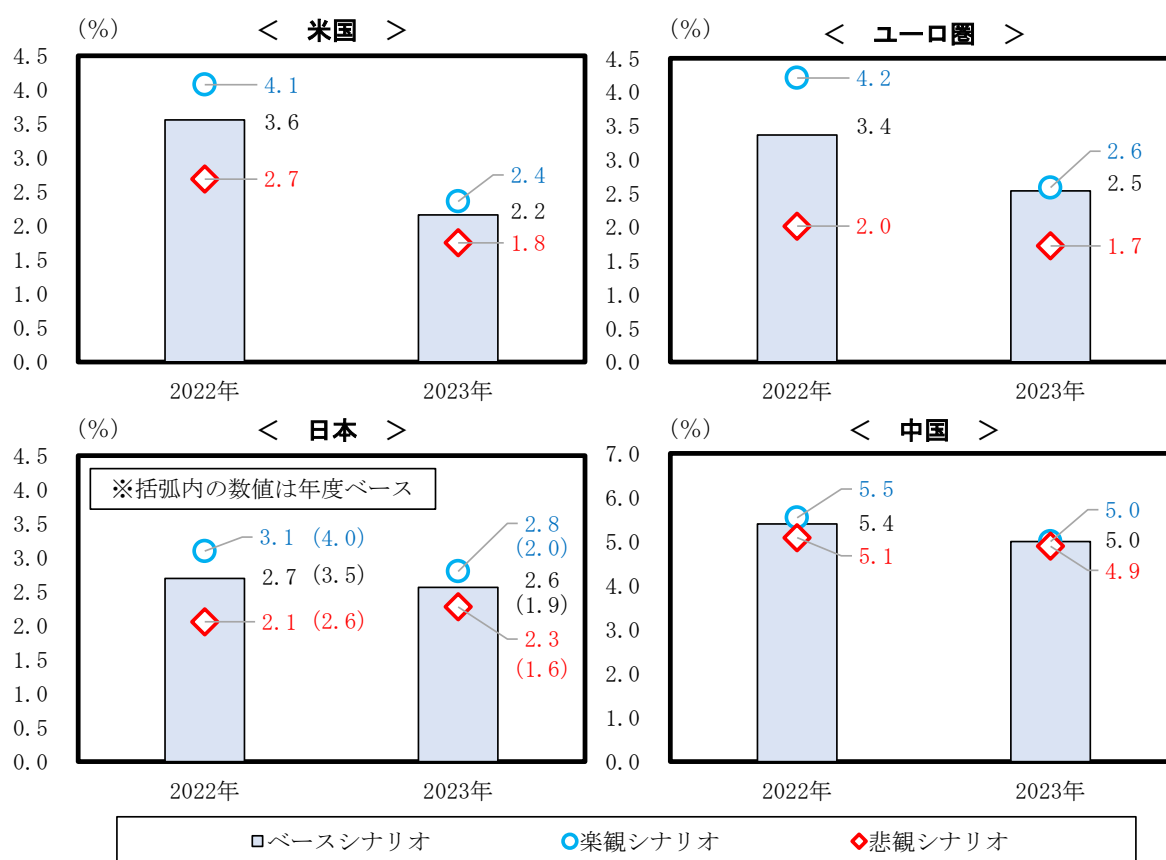
反対に、経済見通しの振れ幅が小さいのが中国だ。対ロシア貿易がどのシナリオでも安定していることが背景にある。それでも、原油価格が高騰する悲観シナリオでは個人消費が悪化することでベースシナリオから 2022 年で 0.3%ポイント低下している。

米国のシナリオ別の成長率見通しの違いは、とりわけ資産効果によって生じている。先述したように、米国は株価の変化による個人消費への影響が比較的大きいことに加え、GDP に占める個人消費の割合も高い。他方、対ロシア貿易は少ないため貿易減少による経済への影響は限定的である。加えて産油国であることから、原油価格の上昇による悪影響は他国よりも小さい。

日本の悲観シナリオでは、中国と同様、主に原油高の影響を受けて成長率見通しが低下している。一方、楽観シナリオでは原油安や資産効果に加え、米国と欧州の景気拡大により、輸出や設備投資が増加することが成長率を押し上げている。

全体的に見ると、悲観シナリオでもマイナス成長に陥る国・地域はない。最も低い成長率見通しのユーロ圏でも、2022 年で+2.0%である。ウクライナ問題によって景気が悪化する可能性は極めて高いものの、プラス成長を維持する可能性が示唆される。しかしながら、ロシアと西側諸国が武力衝突し、核兵器の使用や第三次世界大戦の勃発といった最悪の事態に発展するリスクがあることは否定できない。引き続きロシアの動向を注視する必要がある。

図表 3-2 シナリオ別に見た各国・地域の実質 GDP 成長率見通し



(注) 図表3-1で示した想定を基に各国経済担当者が作成したシナリオ別見通し。

(出所) 各国統計より大和総研作成

4. 日本経済

資源価格の高騰で交易条件が悪化するも約 60 兆円の過剰貯蓄が影響を緩和

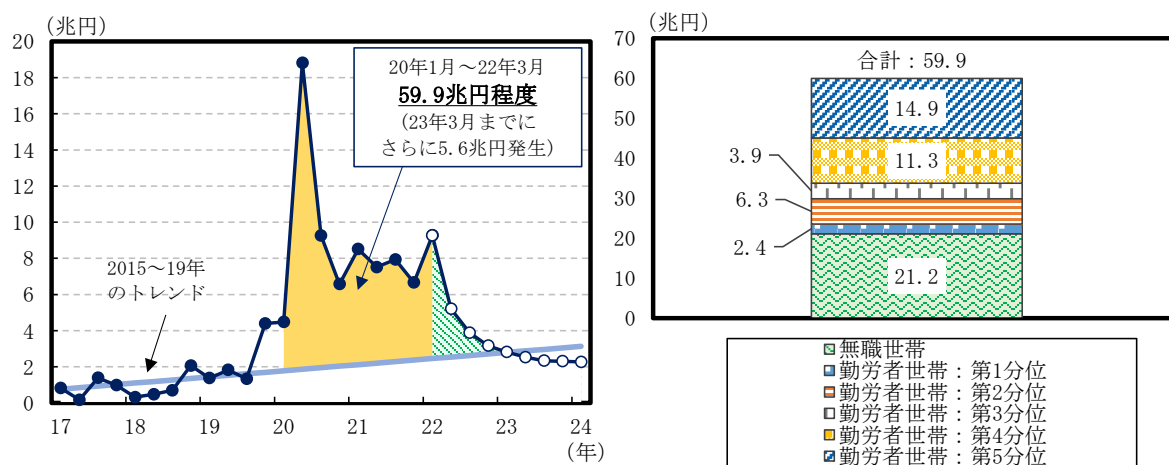
ウクライナ情勢の緊迫化による市況面からの日本経済への主な影響は、資源高による交易条件の悪化と、株価下落に伴う負の資産効果（いわゆる逆資産効果）の2つが挙げられる。

振り返ると、交易条件が大幅に悪化した局面は主に3回あった。1、2回目はオイルショック（第一次：1973年秋～1974年夏、第二次：1978年秋～1982年春）、3回目は2000年代である。第四次中東戦争をきっかけに原油価格が高騰した第一次オイルショックでは、インフレ率が前年比20%を超えた。旺盛だった経済活動にブレーキがかかり、高度経済成長期の終焉につながった。2000年代は米国の資産バブルを背景に世界経済が好調だった時期である。日本経済は戦後最長の「いざなぎ景気」を経験したものの、交易利得が実質GDP対比で5%ポイントほど低下し、「実感なき景気回復」の一因となった。

今回は新型コロナウイルス禍からの経済回復に伴う需給逼迫が、原油や穀物、金属など幅広い資源価格の高騰を招いている。足元ではウクライナ情勢の緊迫化が価格上昇を加速させた。こうした中で家計は感染症対策としてサービス消費を中心に自粛しており、政府が各種給付金を大規模に支給したこと、家計貯蓄は大幅に積み上がっている。様々な財やサービスの価格が上昇しても、家計は貯蓄の一部を取り崩すことで消費を維持しやすい環境にある。マクロで見れば、資源高に対する家計の耐久力が比較的高いことが今回の特徴といえよう。

2015～19年に見られた家計貯蓄のトレンドからの乖離分を「過剰貯蓄」とみなすと、その額は2022年3月末までで約60兆円に達する見込みである（図表4-1左）。ただし、過剰貯蓄の多くは高所得世帯や高齢者世帯を中心とする無職世帯が保有している（図表4-1右）。低所得の勤労者世帯は資源高の影響を受けやすいことが示唆される。

図表4-1 フローベースの家計貯蓄（左）と過剰貯蓄の年収別・就業状態別内訳（右）



（注1）左図は季節調整値。白抜きは大和総研による見通し。貯蓄＝可処分所得－家計最終消費支出。

（注2）右図は過剰貯蓄の内訳の比率を総務省「家計調査」（総世帯ベース）から求めた後、SNAベースの数値に換算。保有割合は2021年12月時点。各分位の説明は脚注1を参照。

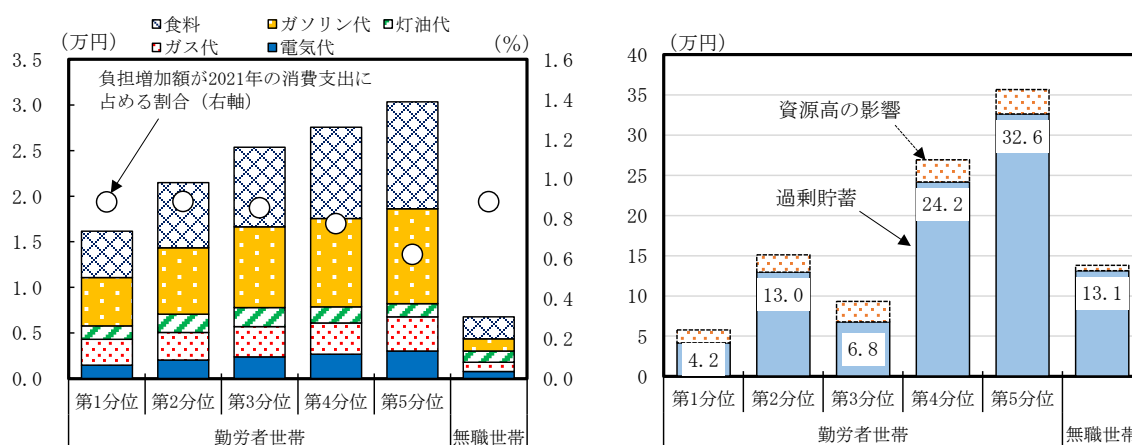
（出所）内閣府、総務省統計より大和総研作成

資源高による負担増は給付対象外の低所得世帯を中心に重くなる可能性

原油価格（WTI）と食料輸入価格が足元から横ばいで推移する場合（WTI であれば 100 ドル/バレル程度で推移）、2022 年における家計の負担はどれくらい増加するだろうか。世帯年収別に関連品目の負担増加額などをまとめたものが図表 4-2 左である。

負担増加額を年間収入五分位階級別¹に見ると、勤労者世帯の第 1 分位では約 1.6 万円、第 5 分位では約 3 万円となり、世帯収入が多い世帯ほど負担増加額も大きい傾向が見られる。負担増加額の大部分を占める食料やガソリン代でこうした傾向が顕著だ。結果として、消費支出に占める負担増加額の割合は世帯収入の低い世帯ほど高いものの、世帯間格差はわずかである（図表 4-2 左の丸印）。だが、低所得世帯の実際の負担感は、消費支出に占める負担増加額の割合が示すよりも重いだろう。一般に高所得世帯が購入する食料品などの単価は比較的高く、低価格帯の商品を選ぶことで単価を下げやすい。また不要不急の支出も多い。一方、低所得世帯では必需的な支出が多い上に単価を下げるのが容易でないため、資源高による負担増加分を回避することが難しいとみられる。

図表 4-2 年間収入五分位別に見た 2022 年の負担増加額と過剰貯蓄



（注 1）2021 年のデータをもとに、購入数量を一定として計算。

（注 2）原油価格、食料輸入価格が足元から横ばいで推移し、その影響が全て顕在化した場合の影響を四半期ごとに計算。食料の推計期間は 2000 年 1 月から 2021 年 12 月まで、エネルギー関連は東日本大震災によって構造変化が生じたため、2011 年 6 月から 2021 年 12 月までで推計。

（注 3）無職世帯の灯油代、ガソリン代は二人以上世帯の無職世帯における同品目が他の光熱費、自動車維持費に占める割合と同じと仮定して算出。

（注 4）食料に対する支出のうち、輸入物価指数の調査対象でない品目（生鮮野菜など）は除いている。

（注 5）利用するデータ期間などによって結果が異なるため、ある程度幅を持って見る必要がある。

（出所）総務省統計より大和総研作成

図表 4-2 右は資源高による家計の負担増加額と前掲図表 4-1 右で示した過剰貯蓄額を年間収入五分位階級別に示したものである。第 4 分位、第 5 分位の勤労者世帯では過剰貯蓄が大幅に積み上がっており、資源高による負担増を過剰貯蓄の取り崩しで十分に吸収できるだろう。高齢者の多い無職世帯でも負担増加額を大幅に上回る過剰貯蓄があるようだ。他方、第 1 分位か

¹ 年間収入は、第 1 分位で 343 万円以下、第 2 分位で 343～503 万円、第 3 分位で 503～651 万円、第 4 分位で 651～869 万円、第 5 分位で 869 万円以上（2021 年）

ら第3分位の勤労者世帯については、過剰貯蓄の積み上がりが相対的に小さく、資源高による負担増加額は過剰貯蓄の1～3割程度を占める。特に、2021年12月の経済対策に盛り込まれた10万円の臨時特別給付金（対象は子育て世帯や住民税非課税世帯など）の対象にならなかった低所得世帯では、物価上昇による負担が大きくなる可能性がある。

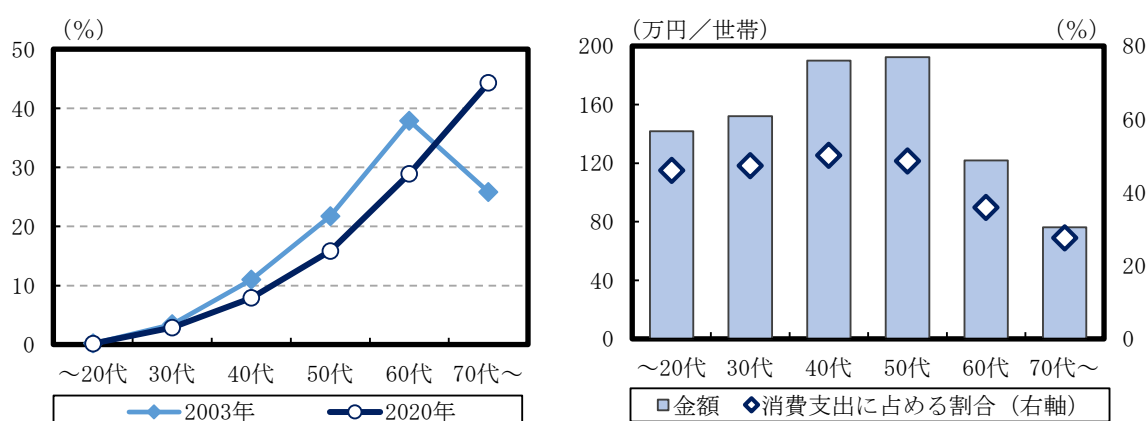
逆資産効果は比較的小さいものの、個人消費の回復を抑制する可能性

株価の下落によって保有資産の価値が目減りし、家計が消費を抑制しようとする逆資産効果が発現する可能性もある。3章で述べたように、当社の「[第210回日本経済予測](#)」で推計した消費関数によれば、10%の株安で日本の実質個人消費は年0.2%程度（0.5兆円程度）下振れするとみられる。

日本の資産効果は諸外国に比べて小さいが、これは金融資産に占める株式資産の割合が比較的小さく、大部分を現預金が占めるためである。加えて近年の高齢化の影響を踏まえると、実際に発現する資産効果は推計結果よりも小さくなると考えられる。

図表4-3左は世帯主の年齢階級別に株式の保有状況を示したが、世帯主年齢70歳以上の世帯の株式保有割合は2020年で半分近くを占める。17年前の2003年では、60歳代の世帯の保有割合が最も高かった。高齢世帯では資産効果が発生したときに増減しやすい「選択的支出」（旅行や教養娯楽、外食などのサービスや、乗用車や家電製品、衣料品などの商品への支出）が少ないため（図表4-3右）、高齢化の進展は資産効果を低下させることになる。そのため個人消費への影響は限定的と考えられるものの、ウクライナ情勢の緊迫化で株価の低迷が続けば、コロナ禍からの経済活動の正常化に伴う個人消費の回復を一定程度抑制する可能性がある。

図表4-3 世帯主の年齢階級別に見た株式保有状況（左）と選択的支出（右）



(注1) 二人以上世帯、世帯主の年齢階級別。ここでの株式とは、株式・株式投資信託を指す。

(注2) 右図のデータは2020年の数値。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

貿易を通じた日ロの結びつきは強まったが海外生産拠点としての重要性は縮小

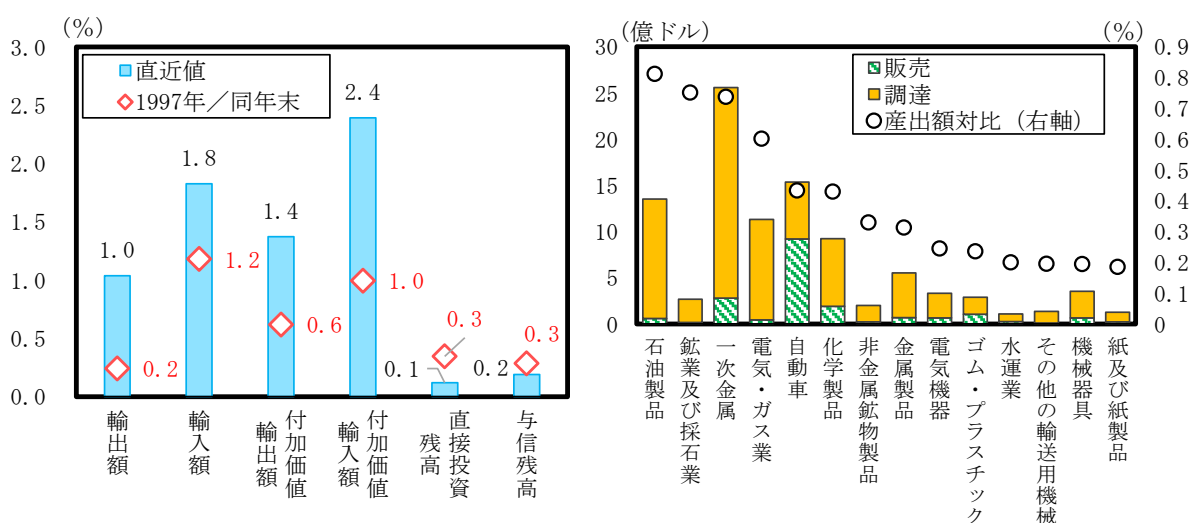
これまでは市況面から日本経済への影響を検討したが、日ロ間取引ではどの程度の影響が考えられるだろうか。まず 2021 年の対ロ貿易に目を向けると、輸出額は全体の 1.0%、輸入額は 1.8%にすぎない（図表 4-4 左）。他方、2018 年の対ロ付加価値輸出額、輸入額はそれぞれ全体の 1.4%、2.4%と輸出入額を上回る。これは直接的な貿易だけでなく、中国など第三国を通じた付加価値のやり取りも多いためである。ロシア国債がデフォルトに陥った直前の 1997 年と比較すると、対ロ輸出入額、付加価値輸出入額が全体に占める割合はいずれも上昇しており、貿易を通じた結びつきは以前よりも強まっている。

これに対して、ロシア向けの直接投資残高や与信残高が全体に占める割合は貿易額のそれよりもかなり小さい（図表 4-4 左）。金額は 1997 年から増加したものの、割合は低下している。ロシアの海外生産拠点としての重要性は低下し、信用リスクも相対的に縮小したようだ。

企業のサプライチェーンから見た日ロの関係も確認しよう。国際産業連関表を用い、ロシアにおける生産活動が波及効果を通じて日本の生産額に与える影響を業種別に見ると、石油製品（産出額対比で 8%）、鉱業・採石業（同 8%）、一次金属（同 7%）、電気・ガス（同 6%）、自動車（同 4%）などで比較的大きい（図表 4-4 右）。ロシアは、自動車では主に販売先として、その他の業種では調達元としての重要性がある。

資源などの調達元をロシア以外に切り替えることには時間的、金銭的なコストがかかるだろう。経済産業省「石油統計」によると、2020 年度のロシア産原油の輸入に係る運賃は、船積数量 1 バレル当たりで 0.8 ドルと平均的な運賃（同 1.5 ドル）の半額程度であり、主要な原油輸入先で最も安価であった。中東産などと比較して、ロシア産は輸送距離が短いためとみられる。

図表 4-4 対ロ貿易・直接投資残高等（左）、ロシアにおける生産活動が各業種に与える影響（右）



（注）左図の直近値は、輸出入額は2021年、付加価値輸出入額は2018年、直接投資残高は2020年12月、与信残高は2021年9月のデータ。与信残高は対外与信総額対比。右図は2014年のデータ。

（出所）財務省、日本銀行、BIS、OECD、World Input-Output Databaseより大和総研作成

ロシアからの輸入が減少すれば一部品目や業種で悪影響は大きい

先述したように、ロシアとの貿易額が全体に占める割合は小さいものの、品目別に見れば割合が1割を超えるものもある。そこで、ウクライナを加えて日本との貿易額を品目別に整理したのが図表4-5である。品目名に添えられた括弧内の数値は、当該品目の貿易総額に占める割合を表す。

まず輸出額が大きい品目を見ると、ロシア向け、ウクライナ向けともに完成車や自動車部品が上位を占める。足元では、日本の大手自動車メーカーがロシア向け輸出や現地生産を停止する方針を相次いで発表しており、今後はこうした品目の輸出が減少するだろう。とはいえ、自動車関連財の多くでロシア向けが占める割合は5%にも満たない。マクロで見れば、日本の輸出に対する直接的な影響は軽微にとどまるだろう。

輸入では資源が中心であり、特にロシアへの依存度の高い品目が散見される。例えば、日本が輸入する石油ガスや石炭のうち1割程度はロシア産である。金属類や木材などの資材、魚介類においても2割程度をロシアに依存している。こうした品目の輸入が減少すれば、国内価格の上昇を通じて企業収益や家計を圧迫する恐れがある。一方、ウクライナからの輸入では葉巻たばこやひまわり等の油などで割合が高いものの、日本経済に与える影響は軽微といえそうだ。

図表4-5 2021年におけるロシア・ウクライナとの貿易額上位10品目

順位	日本→ロシア	日本→ウクライナ	ロシア→日本	ウクライナ→日本
1	乗用車 (3.3)	乗用車 (0.5)	石油ガス (7.4)	葉巻たばこ (19.2)
2	自動車部品 (2.8)	タイヤ (0.4)	石炭 (10.2)	鉄鉱 (1.3)
3	工事用自動車 (4.5)	バイク (0.5)	原油 (3.7)	アルミ (0.5)
4	貨物自動車 (3.8)	未分類品 (0.02)	白金 (12.3)	木材 (0.8)
5	タイヤ (7.3)	X線写真等の器具 (0.4)	アルミ (19.9)	チタン鉱 (4.1)
6	エンジン (5.3)	シャシー (2.6)	魚 (冷凍) (20.5)	合金鉄 (0.2)
7	未分類品 (0.5)	自動車部品 (0.01)	木材 (15.4)	水素等の元素 (0.3)
8	一般機械部品 (3.6)	紡織用繊維 (2.2)	甲殻類 (17.4)	暖房、ドライヤー (0.2)
9	照明・ワイパー (5.4)	有機硫黄化合物 (0.3)	合金鉄 (12.6)	ひまわり等の油 (9.4)
10	医療機器 (1.3)	医療機器 (0.1)	石油 (1.9)	羽毛 (2.1)

(出所) UN Comtrade より大和総研作成

資材不足によって企業活動が阻害される可能性にも注意が必要だ。例えば、ロシアへの依存度が高いアルミには非常に多様な用途がある。スマートフォンや建築物のほか、近年では銅に比べて軽量の導線の素材として、エネルギー効率が重視される電気自動車(EV)などに組み込まれている。白金は燃料電池などの触媒として利用されることが多く、燃料電池自動車(FCV)には欠かせない素材だ。製鋼に用いる合金鉄(フェロアロイ)や、クロムなどのレアメタルの依存度は1割を超えており、鉄鋼の原料となる銑鉄およびスปีゲル(鉄とマンガンの合金)ではロシアからの輸入が約7割を占める。こうした資源の輸入が滞れば、基幹産業のサプライチェーン全体に影響が波及することも考えられる。

感染拡大・ウクライナ問題の長期化で 22 年度は+1.5%成長へ

以上の分析を踏まえると、当面は資源高や逆資産効果、ロシアからの輸入減少などによる影響に注意する必要がある。だが、ロシアと西側諸国の武力衝突に発展しなければ、景気が腰折れする事態は回避されるだろう。

欧米ではスタグフレーションに陥るリスクが意識されているが、日本のインフレ率は今後も低位にとどまるとみられる。当社では 2022 年度の生鮮食品を除く消費者物価指数（コア CPI）を前年比+1.3%と見込んでいる。資源高で一般物価に上昇圧力がかかるものの、名目賃金の上昇ペースが緩やかで、欧米のように価格転嫁が進みにくいいためである。2%の物価安定目標に届かないことから、日本銀行は現在の金融政策の枠組みを維持するとみている。

3 章で述べたように、ウクライナ問題の深刻化によって原油高と対ロシア貿易の停止、株価の大幅な下落といった悲観シナリオが実現すれば、2022 年度で+3.5%と見込んでいるベースシナリオの実質 GDP 成長率見通しは+2.6%に低下する可能性がある（前掲図表 3-2）。加えて、新たな変異株の出現による感染爆発で経済活動が抑制される状況が断続的に発生すれば、個人消費を中心に一段と落ち込み、2022 年度の実質 GDP 成長率見通しは+1.5%程度へと低下するだろう。マイナス成長ではないにせよ、感染拡大前の 2019 年度の水準を 3 年かけても超えられないほど成長力が弱いことを意味する。感染状況とウクライナ情勢には引き続き警戒が必要だ。

5. 欧州経済

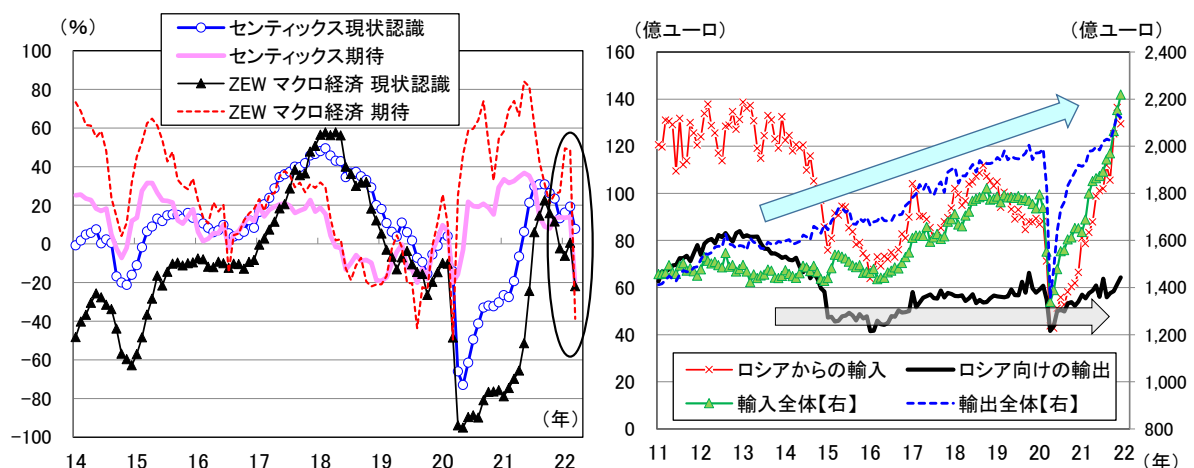
ロシアのウクライナ侵攻によって不確実性が増し、経済見通しは大幅下方修正へ

ロシアによるウクライナ侵攻は2月24日に始まったが、必ずしもロシア軍が突如現れて国境を越えてきたわけではない。2021年4月にはロシア軍がウクライナとの国境付近に展開したり、今回も、2021年11月頃からロシアは国境に大規模な部隊を集結させて演習を行う等緊張関係を高めており、ロシアの次の行動が懸念されていた²。12月半ばには、プーチン大統領はNATOに対して、東欧における軍備配備の撤回やNATOの東方拡大ストップ等の要求を突き付けた。従って、2月以前から、ウクライナ情勢を巡る緊張状況が地政学的リスクとして意識され、エネルギー価格を押し上げる要因の一つになっていた。

もともと、昨年末、欧州では、オミクロン株の出現による新型コロナウイルス（以下、コロナ）の新規感染者の急増という別の問題に対処しなければならない面もあった。オミクロン株による行動制限のために、1月の消費・サービス関連が低調であった他、企業の生産活動は国によってまちまちだった³。1月末には高インフレを背景にECBは、2022年の利上げの可能性を排除しないと従来の見解を修正した。2月に入って新規感染者のピークアウトの兆しが見られ、足元の景気減速から、春以降は再び成長が加速していくであろうという期待感が高まっていた⁴。

だが、2月下旬に発生したロシアによるウクライナ侵攻によって、見通しの前提条件が大幅に狂ってしまった。侵攻前は、（外交交渉による妥協の余地を残しつつ）段階的に緊張関係を高めていく可能性が指摘されており、計算高いプーチン大統領がいきなり全面侵攻に踏み切ったことはサプライズだったといえよう。ウクライナ侵攻後の影響を反映した実体経済のデータはまだ十分には公表されていないが、侵攻後に集計されたマインド調査は大幅に悪化している。

図表 5-1 ウクライナ侵攻で大幅に悪化するマインド（左）、ユーロ圏とロシアの貿易関係（右）



（注）左図：いずれも調査対象はユーロ圏。

（出所）Eurostat、sentix、ZEW、Haver Analytics 資料より大和総研作成

² 2014年のロシアによるクリミア半島の一方的な併合や、ウクライナ東部2州における親ロシア武装勢力とウクライナ政府の紛争を巡って、ロシアとEUの緊張関係（EU等によるロシアへの経済制裁の継続）は続いてきた。

³ 1月の鉱工業生産（建設除く）は、ドイツやフランス等が前月比プラスとなる一方、イタリアやギリシャ、ポルトガル等は大幅マイナスとまちまちの状態となり、ユーロ圏全体では前月比横ばいにとどまった。

⁴ ただ、3月に入って、感染者の減少ペースが鈍り、一部の国では増加に転じている。

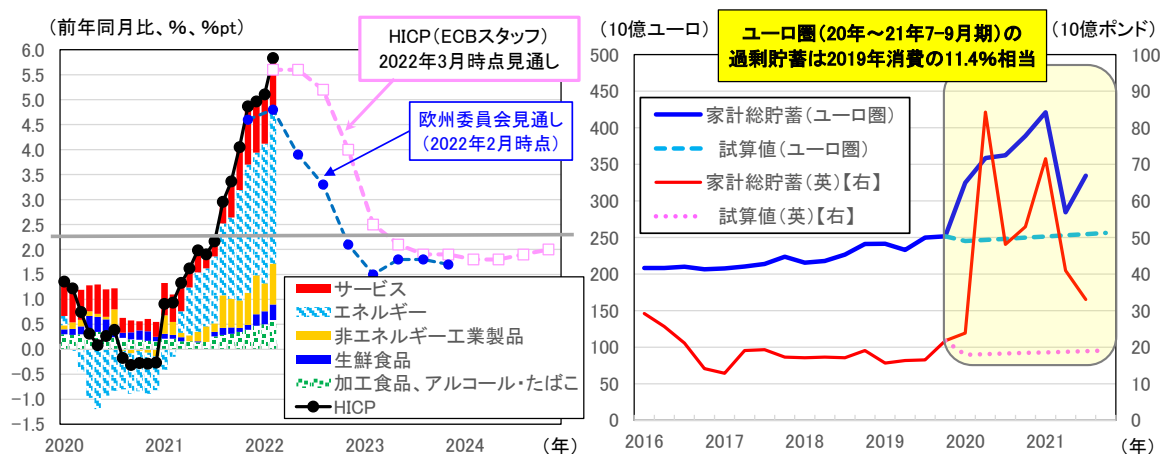
欧米は、ロシアに対して段階的に経済制裁を強化

グローバルに見て、ロシアのウクライナ侵攻のマイナスの影響を最も強く受ける地域は欧州である。それは、紛争地域との近さ、あるいは当事者であるロシアとの関係の強さから考えて当然といえよう。EU はウクライナへの軍事支援に加えて、米国等と協調して、段階的にロシアに対する経済制裁を強化してきた。具体的には、ロシアにとって重要な個人および企業に対する経済制裁（資産凍結・渡航禁止等）、ロシア金融機関の SWIFT からの切り離し（現時点では最大手行は対象に含まない等限定的）、ロシア中銀に対する制裁、ハイテク製品や航空機部品等のロシアへの輸出規制、ロシアへの最恵国待遇の取り消し等である。

多種多様な意見を抱えて結論を得るのに時間がかかる EU だが、従来に比べると、EU は迅速に決断しまとまって行動しているといえよう。それだけ、ウクライナ問題は他人事ではないという危機感があるのだろう。特に、ロシアとの結びつきの強いドイツは、侵攻前は慎重な姿勢だったが、侵攻後はウクライナへの武器供与や国防費の増加等、外交方針を大きく転換させている。

ただ、経済制裁を強化していく中で、より強硬な措置を取る米英と EU の間には、温度差が生じている。顕著な例が、ロシアからのエネルギー禁輸に対する取り組みであり、EU の場合、ロシアへの依存度が高いために短期的な打撃が避けられず、段階的な対応にとどめている。年内はロシアからの天然ガスの輸入を 2/3 削減することを目標とし、2027 年までにガス・原油・石炭の依存を段階的に脱却する計画を作成する。また、カタールや米国等 LNG 調達先の多様化を図り、冬に備えてガスの貯蔵量を増やし、そして気候変動対策を進めて（再生可能エネルギー活用）、化石燃料を減らす（省エネ）という短期から中長期までの脱ロシア計画となっている。

図表 5-2 ユーロ圏のインフレ率の要因分解（左）、コロナ禍で積み上がった過剰貯蓄（右）



(注) 左図：インフレ率は HICP、DIR 試算。

(出所) Eurostat、欧州委員会、ECB、ONS、NY 連銀、Haver Analytics 資料より大和総研作成

エネルギーや農産物、鉱物資源等の価格は、コロナ禍からの脱却過程にあつて、ウクライナ侵攻前から上昇傾向にあったが、ウクライナ侵攻および経済制裁によって一段と上昇し、企業活動や個人消費に影響を及ぼすと予想される。経済制裁が長期化しないベースシナリオにおいても価格が高止まりするだろう（従来の 2022 年の経済成長率予想を +4.0% から +3.4% に下方修正）。特に、原材料や生活必需品の値段が上昇しているため、消費者であれば、生活必需品の比

率が高い低所得者層が打撃を受けて、企業であれば、原材料価格の高騰分を販売価格に転嫁できない企業の収益環境が悪化することになる。もっとも、ウクライナ侵攻前の欧州では、失業率がコロナ禍前を下回る水準まで低下する等、雇用環境が改善していた。使い切れていない過剰貯蓄と合わせて、個人消費を下支えすると予想される。また、欧州では大量の避難民の受け入れに伴う支出や国防費の増加に加えて、エネルギー関連コストの増加（低所得者層向けの支援を含む）など歳出拡大圧力が高まり、成長に寄与するだろう。各国の財政状況が異なる中でどこまで歳出増を許容するか、あるいは財政に余裕のない国をどうサポートするかが、EU としての課題になるだろう。

また、ベースシナリオでは、2023 年にかけてエネルギー価格が落ち着き、株価の上昇が見込まれており、経済成長率を押し上げる要因となるだろう。ただ、ロシアとの緊張関係が緩和されても、EU はエネルギーにおける脱ロシアの動きを継続するとみられ（2027 年までにガス・原油・石炭の依存を脱却）、短期的には、調達先の多様化に伴うコストを負担することになる（中長期的に見ると、再生エネルギー投資の増加等、域内の成長に寄与すると期待される）。

一方、戦争の長期化や経済制裁の一段の強化は、エネルギー・食料品価格の一段の上昇を誘発し景気の下振れ要因となるだろう。ロシアからエネルギーを調達していなくても、国際的な価格上昇に直面する点が厄介だ。また、長期化によって、後述するロシア国内の資産が毀損するリスクも高まるとみられる。

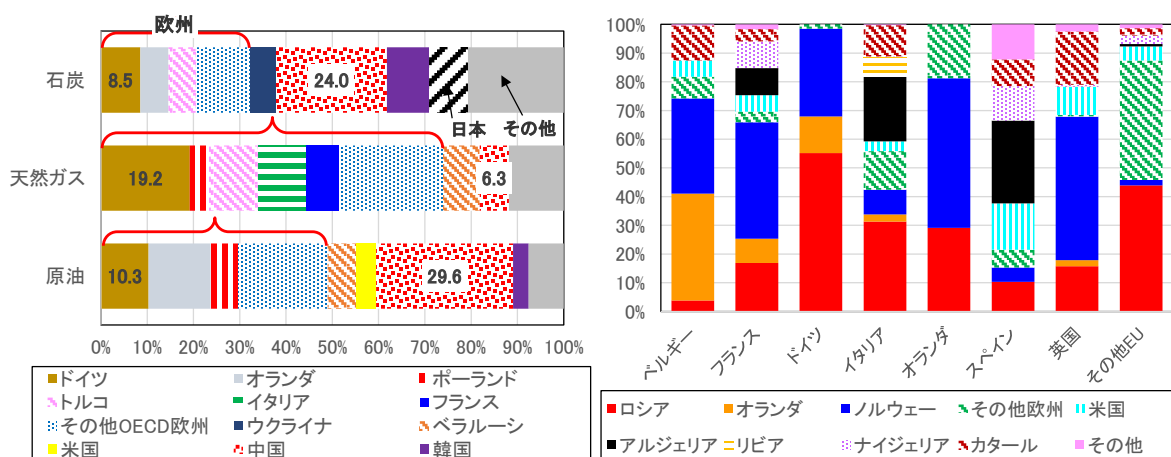
欧州が直面するエネルギー危機 ～ 中長期的に脱ロシアを目指す

ロシアは、世界の原油生産の 10.7%、天然ガス生産の 16.6%をそれぞれ占める等、世界有数のエネルギー資源国であり、その多くを自国で消費せず、輸出に回している。その輸出先を見たのが図表 5-3 左であり、ロシアの天然ガス輸出の約 7 割、原油の約 5 割、石炭の約 3 割が欧州（OECD に加盟している欧州諸国）向けである⁵。それだけ欧州はロシアの「お得意様」であり、欧州は地理的に近いロシアにエネルギーを大きく依存している。両者の関係が良好であれば、欧州は安定的にエネルギー供給を受けられるが、逆に悪化すれば、ビジネス活動や国民生活に直結するエネルギーの供給を容易に止められてしまう恐れがある。今回、ロシアにエネルギーを過度に依存することが安全保障上のリスクとして、改めて認識されたわけである。

なお、欧州委員会が 2021 年 12 月に公表した、2050 年に温暖化ガスの排出実質ゼロを目指したエネルギー関連法案の中で、2049 年までに天然ガスの長期契約を終了することを盛り込んだ。必ずしもクリーンとはいえない天然ガスの使用を抑制しようという意図からだが、長期的にロシアへのエネルギー依存から脱却して、域内での自立を目指そうとしていた。前述したように、ウクライナ侵攻を受けて、EU はその計画を前倒しで進めようとしている。ただ、元々将来の技術革新に期待している部分もあることから、さらなる前倒しには不確実さが残る。目標達成に向けて脱炭素化の取り組み等、人材投資や資金面での一層の強化が求められよう。

⁵ 天然ガスの輸入元を見ると、ドイツを筆頭にイタリアやオランダ等のロシア依存度が高い一方、ベルギーやスペイン等は、ロシア以外からも多角的に調達しており、ロシアとの付き合い方には濃淡が見られる。

図表 5-3 ロシアのエネルギー輸出先（左）、欧州各国の天然ガスの輸入元（右）



(注) 左図：2021年のデータ、右図：2020年のデータで、パイプラインとLNGの合計。

(出所) EIA、BP、Haver Analytics 資料より大和総研作成

チキンゲームに勝つのはどちらか ～ 経済制裁に対するロシアの耐久力

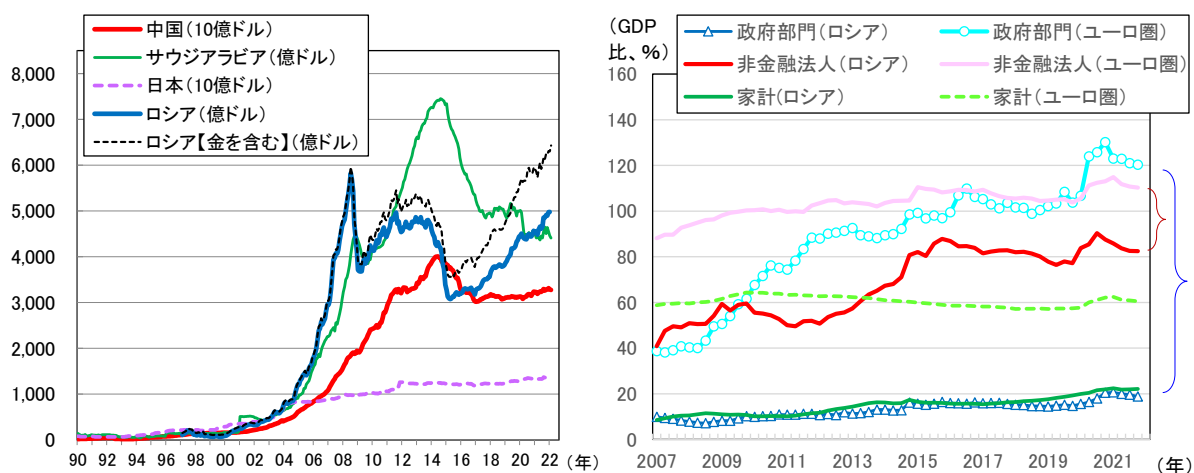
2014年のクリミア併合に対する欧米からの経済制裁に直面したロシアは、外貨準備を大幅に積み増し続け、2022年2月末には6,432億ドルとGDPの約4割に相当する規模に達している⁶。ロシアは、リーマン・ショック後も原油等の資源価格の上昇と連動して外貨準備を増やしてきたが、2014年から2015年にかけては残高を約1/3ほど減らす状況に陥った。その後、原油価格は以前のような水準には戻らなかったものの⁷、ロシアはコツコツと貯めこんで過去最高水準まで引き上げてきた。また、米ドル以外への通貨への分散投資を図ってきたが、前述したロシア中央銀行に対する制裁によって約半分の外貨準備を凍結されてしまい、為替介入等に活用できず、宝の持ち腐れ状態となっている。

一方、ロシアの各部門の債務状況は、他の国に比べると健全であるといえよう。例えば、政府部門の債務残高（2021年9月末）は対GDP比18.8%（2割弱が外貨建て）であり、コロナ禍の対応で財政赤字が膨張したユーロ圏（同120%超）だけでなく、ブラジル（同90%超）やインド（同約85%）、中国（同70%）等の新興国の中でも低水準である。家計部門の債務状況も抑制傾向にある（BRICsではブラジル・インドが約4割、中国が6割）。これに対して、企業部門（非金融法人）は同82.5%（うち約8割は自国通貨建て）とブラジル・インドよりも高く、ユーロ圏（同110%）との差は相対的に小さい。通貨防衛のためにロシア国内の金利は大幅に引き上げられており、経済制裁も相まって企業の投資意欲は大幅に抑制される可能性が高い。

⁶ ちなみに、日本の外貨準備高は約1.3兆ドルで、対GDP比は約25%である。また、最大の外貨準備を持つ中国は約3.3兆ドルで、対GDP比は約2割である。

⁷ 2009-2013年の原油価格（WTI）が平均で約85.5ドル/バレルだったのに対して、2016-2020年の平均価格は約50ドルだった。

図表 5-4 ロシアの外貨準備高の推移（左）、ロシアの各部門の債務残高（右）



(注) 左図：各国の外貨準備高は金を除くベース。

(出所) IMF、IIF、Haver Analytics 資料より大和総研作成

ロシア国内の資産が毀損するリスク高まる ～ 戦争の長期化に左右される

既に石油会社のようにロシアにおける事業から撤退する方針を表明した企業がある一方、物流が混乱し部品調達もままならない状況下で生産停止を余儀なくされる企業や、あるいは、ロシアでビジネスを継続することへのレピュテーションリスクからサービス提供をストップする企業まで、ロシアとビジネス上の関わりを持つ企業は、多種多様な状況に直面している。外資企業による広範なビジネス活動の停止はロシア経済に大きな打撃であり、嗜好品やサービス不足に対して国民の不満が高まるかもしれない（資源大国・農産物の輸出国であるロシアは、エネルギーや食料品といった基礎的なものには困らないだろう）。

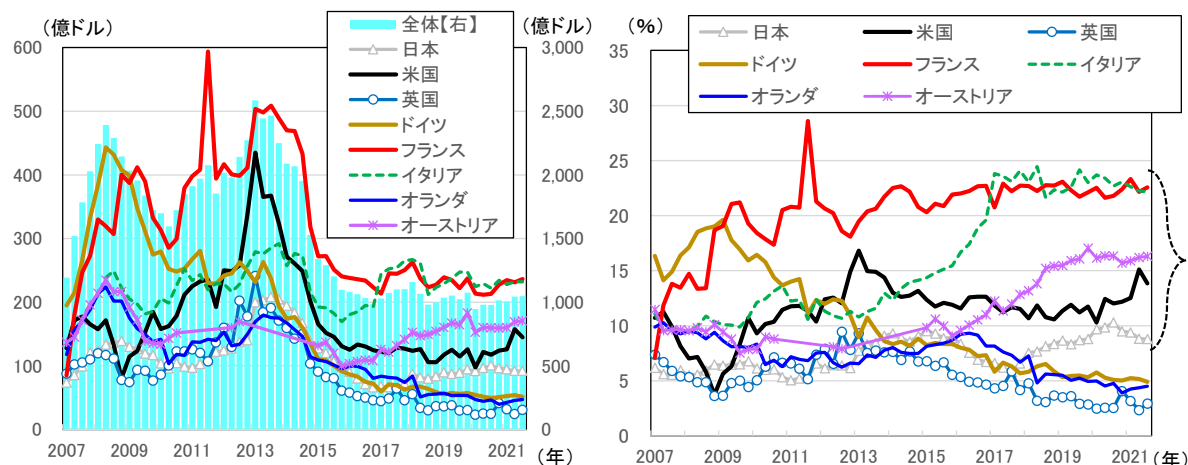
これに対して、ロシア政府は欧米からの厳しい経済制裁への対抗措置として、非友好国に対しては外貨建て債券についてルーブルで支払う、リース資産（航空機等）を返さない等の方針に加えて、ロシアから事業撤退を表明した外国企業の資産を接収することも検討するとして、事業継続を迷う外国企業に圧力をかけて引き留めようとしている。

世界の金融機関が抱えるロシア向けの債権状況を確認すると、2021年9月末時点で約1,047億ドルであり（guarantor basis）、世界全体の与信総額の0.3%を占める。もっとも、2014年のロシアによるクリミア併合前は2,000億ドルを上回っていたが、その後大幅に減少し、1,000億ドル前後で推移してきた。与信元の金融機関を国別では、フランスとイタリアがトップ2であり、両国で全体の約45%を占める。続いて、オーストリア、米国、日本となっており、上位5カ国で8割超である。また、各国の与信総額に占める割合はオーストリアが3.6%、イタリアが2.3%、フランス・トルコ・韓国が0.7%と全体（0.3%）を上回る一方、米国やオランダ、ドイツが0.3%、日本は0.2%、英国0.1%と低位にとどまっている。

このように、総じてロシア向けの債権規模は高くないものの、オーストリアやイタリア等、特定の金融機関が集中してロシアにコミットしているとみられ、波及効果を含めて今後の動向を注視していく必要があるだろう。また、一般的な景気後退に伴う経営環境の悪化や事業縮小で

あれば、来たる景気回復局面で挽回する機会もあるだろうが、今回のケースでは、ウクライナ情勢で緊張緩和が幾分進んだとしても、欧米による経済制裁は部分的に解除されても、当面は継続すると考えられる。また、この間のロシア政府の強硬な対応次第では、ロシア国内の資産が大きく毀損し、戦後、ビジネス活動が元の水準に戻るには一段の時間と費用を要する恐れがある。

図表 5-5 金融機関のロシア向け債権状況（左：金額、右：ロシア向け与信に占める比率）



(注) 系列はいずれも guarantor basis の値で計算。
(出所) BIS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

図表 5-6 過去にロシアが危機に直面した際の、与信元別ロシア向け債権残高の内訳

	ロシア財政危機 (1998年6月末)		リーマン・ショック (2008年6月末)		クリミア併合 (2013年12月末)		ウクライナ侵攻 (2021年9月末)	
	各国の海外与 信に占める比率 (%)	ロシア向け与信 に占める比率	各国の海外与 信に占める比率	ロシア向け与信 に占める比率	各国の海外与 信に占める比率	ロシア向け与信 に占める比率	各国の海外与 信に占める比率	ロシア向け与信 に占める比率
フランス	3.4	8.6	0.8	13.3	1.7	21.7	0.7	22.6
イタリア	6.9	5.5	1.9	10.0	3.5	13.0	2.3	22.1
オーストリア	12.3	5.2	4.0	9.8	#N/A	#N/A	3.6	16.3
米国	3.0	12.0	1.0	7.2	1.1	14.4	0.3	13.8
日本	0.3	1.3	0.6	5.6	0.6	8.6	0.2	8.8
ドイツ	9.0	40.4	1.0	18.5	0.8	8.6	0.3	4.9
オランダ	3.3	5.6	1.0	9.4	1.4	7.8	0.3	4.5
英国	0.5	2.4	0.3	4.9	0.5	7.6	0.1	2.9
韓国	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	1.6	0.9	0.7	1.4
スペイン	0.5	0.7	0.2	1.0	0.1	0.6	0.0	0.3
ベルギー	0.7	0.3	0.6	4.2	0.3	0.3	0.0	0.1
世界全体	3.3	100.0	0.8	100.0	0.9	100.0	0.3	100.0

(注) 危機直前時点の guarantor basis のデータを使用 (1998 年 6 月のみ immediate counterparty basis)。
(出所) BIS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

6. 米国経済

ロシアとの貿易縮小の影響は軽微

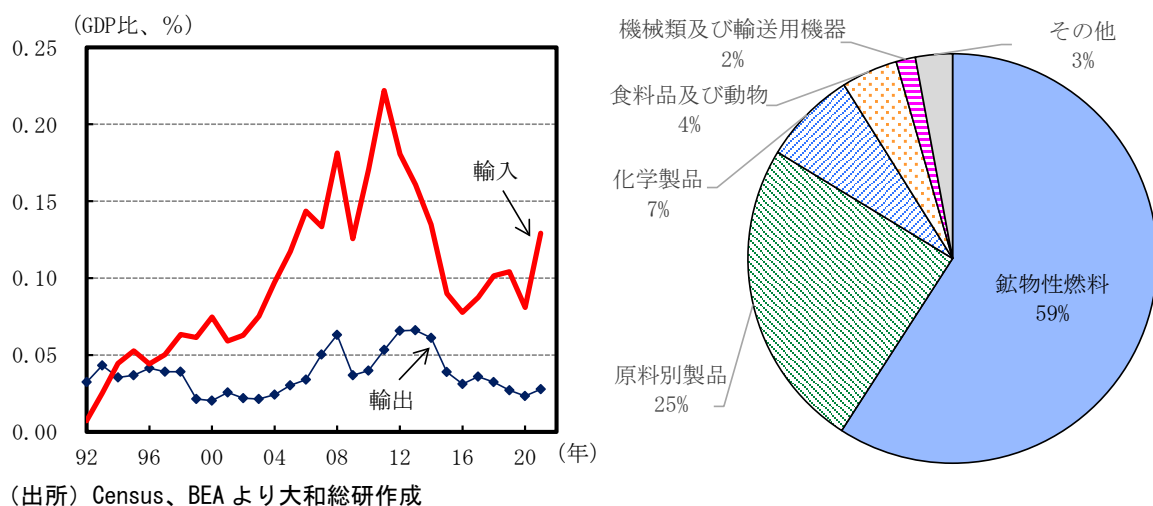
ロシアがウクライナに侵攻して以降、米国政府はロシアに対する制裁を他国に先んじて矢継ぎ早に実施してきた。主なものを挙げると、金融面では、ロシアの主要銀行との取引禁止や米国内資産の凍結、ロシア中銀やロシア財務省との取引の禁止、また、日欧と協力して国際銀行間通信協会（SWIFT）からロシアの銀行を排除することを決定した。貿易面では、米国の技術が使用されたハイテク製品や、原油掘削に関連した製品・技術の輸出管理の強化、ロシア産の原油・天然ガス・石炭などのエネルギー、およびロシアの主要産物である食料品やダイヤモンドなどの禁輸を実施している。さらに、ロシアに対する貿易上の最恵国（MFN）待遇を撤回することが決定された。

言うまでもなく、これらの措置はロシアとの金融取引や貿易を制限することで、ロシアに経済的なダメージを与えることを企図したものである。しかし、ロシアとの関係を断つことは、ロシアのみならず、米国経済にも影響が及ぼすと想定される。

そこで米国とロシアの貿易を確認すると、米国のロシア向け輸出は 2021 年時点で約 64 億ドルであり、これは対世界輸出の 0.4%、GDP の 0.03% にすぎない。現時点では、制裁によって輸出が制限されているのは一部の品目に限られているが、仮にロシア向け輸出が完全になくなったとしても、米国経済に対する影響はごく軽微であるといっていよう。

輸入に関して見ると、2021 年時点で 297 億ドル、対世界輸入に占める割合は 1.0%、GDP 比では 0.13% となっており、やはり米国経済にとってその規模は大きくない。輸入の内訳を品目別に確認すると、米国が禁輸を決定した原油、天然ガス、石炭などを含む鉱物性燃料が全体の 59% と半分以上を占めていることから、今後、ロシアからの輸入が急減することが確定的である。ロシアの立場からすれば、米国向け輸出の主力製品の輸出が禁じられることになるため、米国がなし得る経済制裁として、エネルギー輸入の禁輸は効果的なものといえる。

図表 6-1 米国の対口貿易の GDP 比（左）、米国の対口輸入の内訳（2021 年）（右）



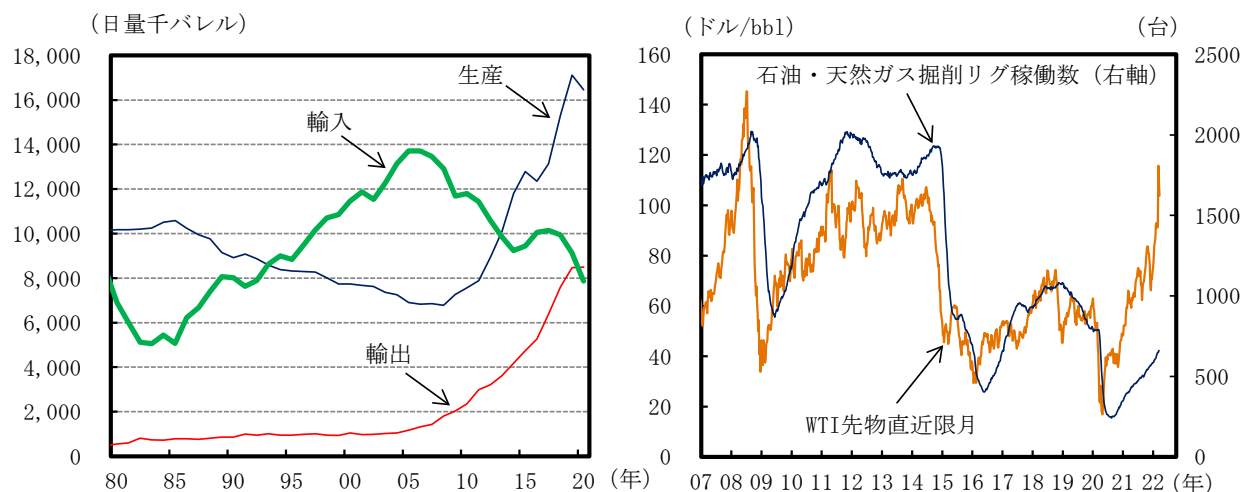
原油価格上昇は産油国である米国に一定のメリット、しかし、以前よりは効果は小さく

エネルギーの禁輸措置に関して懸念されるのは、エネルギーの供給量が減ることによって米国内での経済活動が制限されることであろう。もっとも、米国がそうした事態に見舞われる可能性は高くないと考えられる。

いわゆるシェール革命が起こった 2000 年代後半以降、米国内での石油生産は大幅に増加しており、米国はいまや世界最大の産油国である。国内生産の増加に反比例する形で輸入は 2005 年をピークに減少基調に転じ、2013 年以降は輸入を国内生産が上回る状況が続いている。また、国内生産の増加に伴って 2000 年代以降、輸出も増加傾向にあり、2020 年には輸出が輸入を上回った。今回禁輸の対象となった鉱物性燃料に関して、ロシアからの輸入は全体の 8% 程度を占めているものの、国内生産の増加によって輸入の減少分を補うハードルはそれほど高くはないと考えられる。米国内でのエネルギー採掘の状況を見ると、石油・天然ガス掘削リグの稼働数は、はコロナ禍前ピークのおよそ 6 割にとどまっていることから、生産能力には十分な余裕があるとみられる。

ただし、生産能力に余裕があることは、裏を返せば、原油価格の急騰にもかかわらず、リグの稼働数がさほど増加していないとも解釈できる。この背景として、過去の原油価格急落局面に新興企業を中心にシェール関連企業の破綻が相次いだことで、シェール関連企業自身やこれらの企業に投資する金融機関・投資家が、事業の採算性に対して厳しくなっていることなどが指摘されている。リグの稼働数が増加するためには、原油価格が高い水準で安定することが必要とみられ、石油の増産までには従来以上に時間がかかる可能性がある。

図表 6-2 米国の石油生産・輸出・輸入（左）、原油価格と米国内のリグ稼働数（右）



(注) 左図の生産は原油と液化天然ガスの合計、輸出・輸入は原油、液体炭化水素、石油製品の合計。

(出所) EIA、CME、Baker Hughes、Bloomberg より大和総研作成

また、原油価格の高止まりが続けば、鉱業関連の新規投資の増加が期待されるが、そうした投資も以前に比べて発現しづらくなっている可能性がある。なぜなら、バイデン大統領は就任以降、脱炭素化を積極的に推進し、石油産業などへの規制を強めてきたという経緯があるからだ。

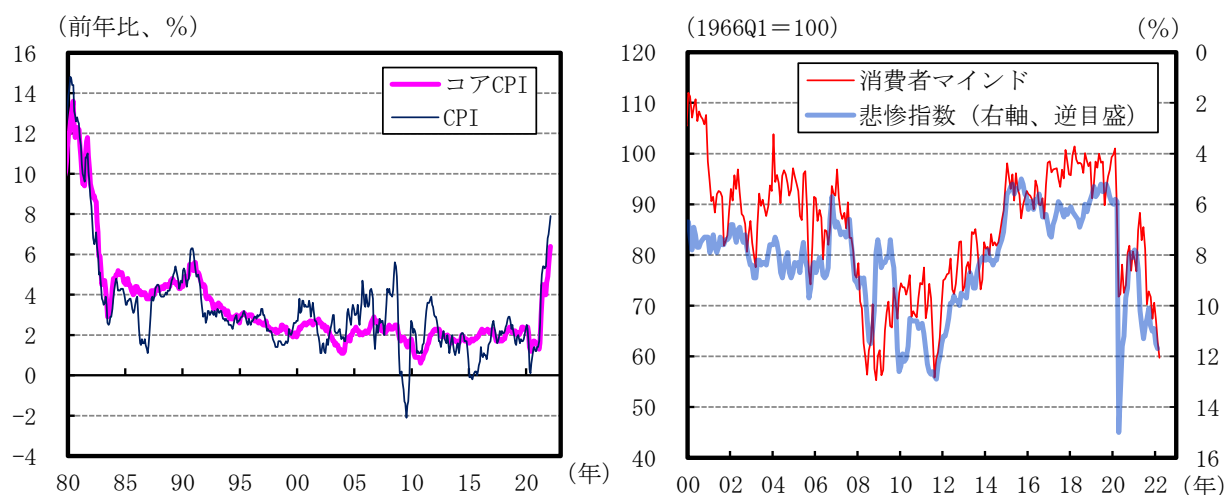
具体的には、トランプ前大統領が承認した石油パイプライン「キーストーン XL」の建設認可の撤回や、石油・ガス開発のための連邦所有地・水域のリース停止、化石燃料補助金の削減などをこれまでバイデン政権は実施してきた。ロシアからのエネルギー禁輸措置を決定した際、バイデン大統領は、「国内のエネルギー生産を制限していない」と述べ、既に掘削許可を取得している連邦政府所有地での石油生産を拡大し、エネルギー価格を抑制するよう石油産業に訴えた。しかし、バイデン政権は脱炭素化に関して譲歩する様子は見られず、石油産業との溝は深まったままである。原油価格の上昇によって鉱業関連投資は増加しやすい環境にあるとみられるが、バイデン政権による規制が存続するため、新規投資の増加に過度に期待すべきではないだろう。

原油価格がさらに上昇すれば、マインド悪化で消費腰折れリスクが高まる

前項で確認したように、以前に比べれば影響は小さくなる可能性があるとはいえ、原油価格の上昇は産油国である米国に一定のメリットをもたらすとみられる。だが一方、原油価格の上昇がインフレ率を押し上げることで個人消費には悪影響を及ぼす可能性が高い。

ウクライナ情勢が悪化し、原油価格が急騰する以前から米国は高いインフレ率に悩まされている。2022年2月のCPIは前年比+7.9%、CPIから食品・エネルギーを除いたコアCPIは同+6.4%と、いずれも1980年代以来およそ40年ぶりの上昇幅となった。原油価格と連動性が高いエネルギー価格に注目すると、前年からの反動の影響もあって2021年の3月以降、前年比二桁の高い伸びが続いてきたが、ウクライナ情勢を受けた原油の急騰を受け、エネルギーによる押し上げは長期化する公算が大きくなっている。

図表 6-3 米国消費者物価の長期推移（左）、悲慘指数と消費者マインド（右）



(出所) BLS、ロイター/ミシガン大学、Haver Analytics より大和総研作成

そしてこうしたインフレ率の高進は、既に消費者マインドを押し下げる要因となっている。消費者マインドと連動性が高い悲慘指数（CPI 上昇率と失業率の合計）は、コロナ禍以降失業率の低下が押し下げ要因となる一方で、CPI が押し上げ要因となり、2021 年に入って以降上昇（悪化）傾向が続いている。ロイター/ミシガン大学が公表する消費者マインドは、悲慘指数の上昇

に沿う形で低下基調が続いており、2022年3月にはコロナ禍によって急激に悪化した2020年前半を下回る、2011年9月以来の低水準となった。これはリーマン・ショックを経験した2008年ともほぼ同水準であり、歴史的に見てもかなり低い。

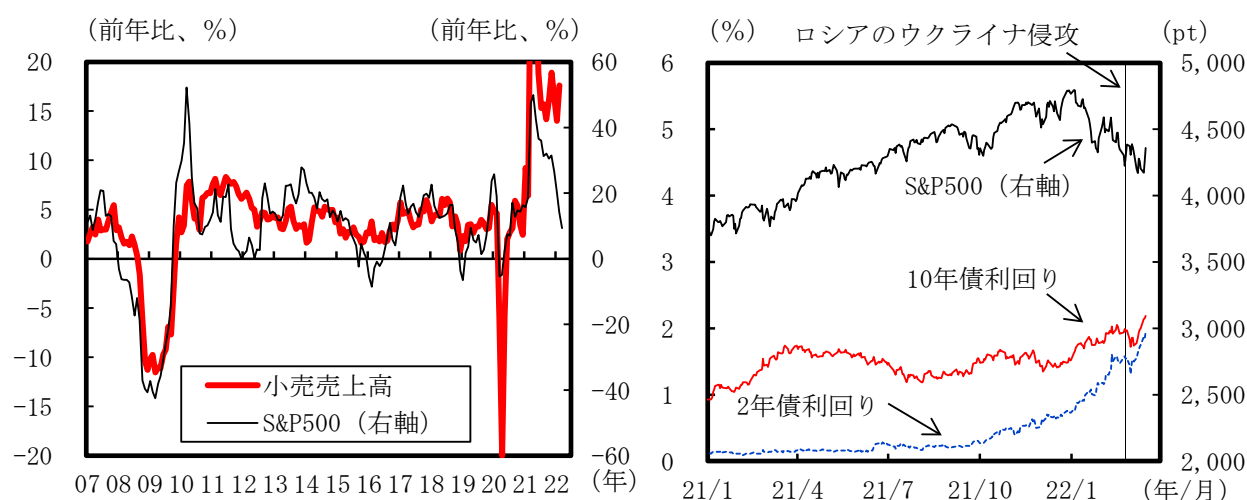
仮に原油価格がさらに上昇し、CPI上昇率がさらに加速していくような事態となれば、消費者マインドの悪化によって個人消費の減速、腰折れのリスクは大きく高まることになる。前項で指摘したように原油価格の上昇は資源セクターを中心とした米国経済の一部にはプラスの効果をもたらすことになるが、米国経済の屋台骨ともいえる個人消費が減速すれば、その悪影響は原油高によるプラスの効果を上回ると想定される。

株価下落による逆資産効果には警戒が必要

また、ウクライナ情勢の悪化が米国の実体経済に影響を及ぼすパスとして、資産価格、とりわけ株価下落の影響にも注意が必要だろう。米国家計は保有金融資産に占める株式の割合が高いため、株価下落が個人消費の減少に直結しやすい。実際、過去の推移を見ると、株価と個人消費は連動性が非常に高いことが確認できる。3章で述べたように、「[第210回日本経済予測](#)」で推計した消費関数によれば、米国においては株価10%の下落によって実質個人消費が年0.5%程度押し下げられると試算される。

米国の代表的な株価指数であるS&P500は、ロシアがウクライナに侵攻した2月24日を起点にすれば、これまで最大でも3%程度下落にとどまっており、現時点ではその影響は限定的と言える。しかし、戦争という大きな不確実性を前にして、市場センチメントが一層悪化し、株価の更なる下落が続く可能性は否定できず、先行きには引き続き警戒していく必要がある。

図表 6-4 株価と小売売上高（左）、株価と金利の推移（右）



（注）左図の株価は月中平均値、直近値は2022年3月1日～3月16日の平均値。

（出所）Census、S&P、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

加えて、インフレリスクの高まりが金融政策に影響を及ぼし、それが資産価格にも波及する可能性がある。既述したように、ロシアへの制裁等によって原油価格が一層上昇することになれば、CPI の更なる高進や長期化につながる可能性が高い。そうなった場合、既にインフレ沈静化のための引き締め動きつつある FRB が、タカ派色をより強めることで、株価の下落を助長する可能性がある。米国の株価は、ウクライナ問題が深刻化する以前の 2022 年初をピークに低下基調に転じていたが、その大きな要因には高いインフレ率を背景に、FRB の引き締め観測が強まったことがある。市場による政策金利見通しの影響を強く受ける 2 年債の金利は、2021 年終盤から上昇ペースを速めており、これが 2022 年初以降の株価下落につながってきたと考えられる。ロシアがウクライナに侵攻して以降の金利の動きを確認すると、一時的に低下したものの、インフレリスクの高まりによる金融引き締め観測により、足元ではさらに上昇している。

当然ながら、FRB は景気動向を注視しつつ金融政策を行っていくため、株式市場をはじめとする資産価格にも十分目配りをしていくことになるだろう。しかし、引き締めを急ぎ過ぎれば、資産価格の下落などを通じて景気を腰折れさせるリスクがある一方、高いインフレ率を放置すれば、マインドの悪化が個人消費を下押しすることになる。ウクライナ情勢の悪化、原油価格の高騰によって、FRB の政策運営はこれまで以上に舵取りが困難になっており、金融市場の動きは不安定化するリスクが高まっている。

7. 中国経済

ロシアのウクライナ侵攻に対する中国のスタンス

ロシアによるウクライナ侵攻直後の 2022 年 2 月 25 日に、中ロ首脳による電話会談が行われた。中国国営通信・新華社によると、プーチン大統領はウクライナ問題の歴史的経緯と、ロシアがウクライナ東部地区でとっている特別軍事行動の状況と立場を説明し、以下のように述べたとされる（日本語訳は中国通信による。番号は筆者が付した）。

1. 米国と北大西洋条約機構（NATO）は長年、ロシアの合理的な安全保障上の懸念を無視し、約束に再三背き、絶えず東方に向けて軍事配備を進め、ロシアの戦略的デッドラインに挑戦した。
2. ロシアはウクライナとハイレベルの交渉を行う用意がある。

それに対する習近平国家主席の発言は以下の通りだと報じられている。

- ①このほどウクライナ東部地区の情勢が急激に変化し、国際社会の高い関心を引き起こした。
- ②中国はウクライナ問題自体の是非に照らして中国の立場を決定している。
- ③冷戦思考を捨て、各国の合理的な安全保障上の懸念を重視、尊重し、交渉を通じて、バランスがとれ、有効で持続可能な欧州の安全保障の枠組みを形成しなければならない。
- ④中国はロシアがウクライナと交渉を通じて、問題を解決することを支持する。
- ⑤各国の主権と領土保全の尊重と、国連憲章の趣旨と原則の順守に関する中国の立場は一貫したものである。
- ⑥中国は国際社会各方面とともに、共同、総合、協力、持続可能な安全保障観を提唱し、国連を核心とする国際体系と国際法を基礎とする国際秩序を断固守ることを願っている。

習近平国家主席の発言は、様々な要素を勘案し、各方面に配慮して練り上げたものであろうが、筆者にはとても歯切れが悪いものに映る。上記①と②は何も言っていないのと同じである。③の前段はプーチン大統領の発言 1. を受けたものであり、ロシアの「特別軍事行動」に対して一定の理解を示す内容となっている。ちなみに、中国はロシアによるウクライナ侵攻について、「侵攻」という言葉を使わず、軍事行動、戦火、戦争などと称している。

一方で、⑤はロシアを暗に批判したものと考え得る。しかし、ロシアに対して直接的な非難・批判は行っていない。中国はロシアとの関係を維持するが、西側先進国からロシアと同類とみなされることは避けたい、だからロシアに対する明確な批判も支持も打ち出さないという、極めて慎重・曖昧な物言いに終始せざるを得ないのであろう。国際社会ではロシアとウクライナの双方と良好な関係を持つ中国に仲裁役を期待する声もあるが、⑥で示されたように、その役割は自らが前面に出るのではなく、国際社会とともに行う旨を強調している。

ロシアへの経済制裁を行わない中国。経済への悪影響は相対的に小さい

西側諸国はロシアに対する経済制裁を矢継ぎ早に発動している。主なものには、(1) ロシアにとって重要な個人（政治家、新興財閥）および国営・軍需企業に対する経済制裁（資産凍結・渡航禁止など）、(2) ハイテク製品・技術（米国は同国の技術が使用されている外国のハイテク製品についても輸出規制の対象としている）、石油・ガス掘削に関する技術、航空機・同部品などのロシアへの輸出停止、(3) ロシア航空機の領空通過禁止、(4) SWIFT（国際銀行間通信協会）からのロシアの一部銀行の排除、(5) ロシア中央銀行・政府系ファンド・財務省に対する取引制限・資産凍結などの制裁、(6) ロシアからの原油・石炭・天然ガスなどの輸入禁止（米国。欧州も何らかの制裁を検討）、(7) 企業の判断によるロシア国内での事業停止・撤退、などがある。

一方で、中国はロシアに対する制裁を行わないこと、ロシアとの正常な貿易協力・金融取引など経済関係を維持することを明らかにしている。これがロシアによるウクライナ侵攻に関連する諸問題が、中国经济に与える影響を考える上で大きなポイントとなる。

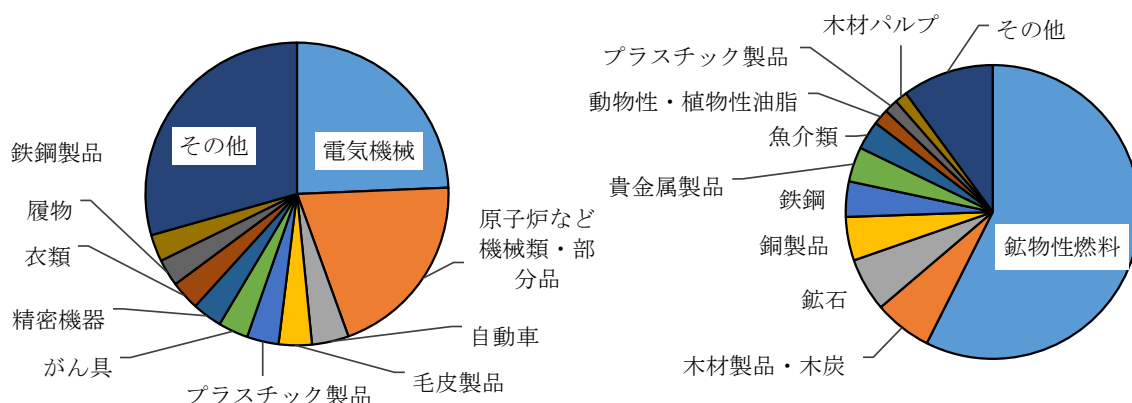
まずは中ロの貿易関係について確認したい。中国通関統計によると、ロシアは2021年時点で、中国にとって第13位の輸出相手国・地域、第10位の輸入相手国・地域である。また、UN Comtradeによると、2020年時点で中国はロシアにとって最大の輸出・輸入相手国であり、ロシアの対中輸出依存度は15.2%、輸入依存度は23.9%に達する。

さらに、中国通関統計によると、2021年の中国のロシア向け輸出は前年比33.8%増（以下、変化率は前年比、前年同期比）の675.7億ドル、輸入は37.5%増の793.2億ドル、貿易収支は中国側の入超であった。中国の輸出全体は29.9%増、輸入は30.1%増であり、対ロシア貿易は全体の伸び率を上回った。2022年に入るとこの動きは加速する。1月～2月の中国のロシア向け輸出は41.5%増、輸入は35.8%増を記録し、輸出・輸入全体のそれぞれ16.3%増、15.3%増を大きく上回っている。

中ロ貿易の品目別内訳（2020年、UN Comtrade）を見ると（次頁図）、中国からロシアへの輸出は、電気機械と、機械類・部品類が多く、中国のロシアからの輸入は鉱物性燃料が過半を占めていることが分かる。ちなみに、中国にとってロシアは原油、石炭、天然ガスの輸入相手国として第2～第3位の地位を占めている。

中ロ貿易は今後、一段と拡大する可能性が高い。2022年2月4日に、北京冬季オリンピックに合わせて中国を訪問したプーチン大統領と習近平国家主席が中ロ首脳会談を開催した。その後のロシアや西側メディアの報道によると、①中国がロシアから原油と天然ガスを合計で1,175億ドル分と、石炭200億ドル分を輸入する長期契約を締結した、②中ロ首脳が、両国の貿易額を2021年の1,469億ドルから2024年までに2,500億ドルに引き上げることで合意した、などとされている（中国側の報道はほとんどがロシア、または海外報道の引用であり、積極的に報道しようとの意思は感じられない）。

図表 7-1 中国のロシア向け輸出の品目別シェア（左）とロシアからの輸入の品目別シェア（右）（2020 年）



（出所）UN Comtradeより大和総研作成

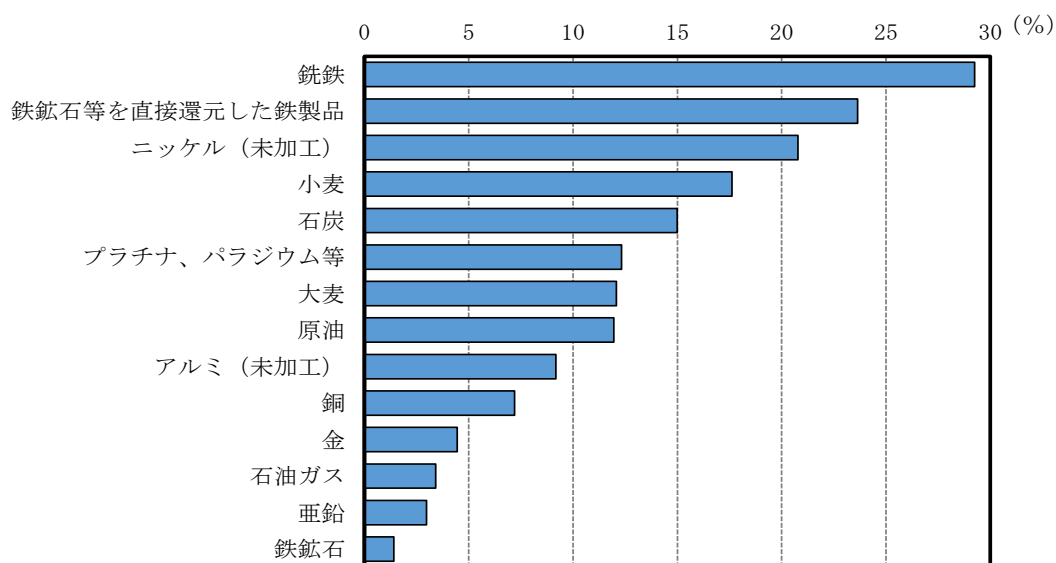
西側諸国によるロシアに対する経済制裁によって、世界経済に起こり得る変化としては、①ロシアからの資源輸入禁止による供給不足と価格高騰、②インフレ上昇による金利上昇、③ロシア経済の極端な悪化による需要減退、④株価など資産価格下落による消費等への影響、⑤そしてこれらを複合的な要因とするグローバル景気の悪化などが挙げられる。

こうした中で、ロシアに対する経済制裁を行わない中国経済への悪影響は相対的に小さくなると考えている。貿易関係は維持されるため、ロシアが高い世界輸出シェアを有する資源・エネルギーなどの品目が供給不足に陥ることは避けられる。むしろ中国への輸出ドライブをかけたロシアは価格についても比較的安価な価格を提示する可能性がある⁸。今後、ロシア経済は猛烈な縮小に向かう。ロシア需要の「蒸発」と称される所以であるが、ロシアにとって中ロ貿易が命綱となるために、これが縮小するとは考えにくい。上記①～③の中国経済への悪影響はかなり限定的になるということだ。景気の下振れ圧力が相対的に低いのであれば、④の資産価格も相対的に堅調な推移が期待できるかもしれない。中国経済の最大の下振れ要因は日米欧などグローバル経済の悪化による需要減退ということになる。

一方、ロシアからの供給が滞るとグローバル経済が困るようなものを中国経由でロシアから買い付ける、あるいは、ロシアが必要なものを中国経由で輸入することで、ロシアならびにグローバル経済の下押し圧力が軽減されるのではないかと、との指摘もある。しかし、これが看過できない規模となれば、ロシアに対する経済制裁は骨抜きになってしまう。中国としても「正常な貿易協力」の範囲を超えれば、西側先進国から批判の集中砲火を浴びることになる。こうした中国による「中継貿易」は、多少はあっても、大きな流れにはなりにくいのではないかと。

⁸ 資源・エネルギー価格の高騰は、採掘工業品価格を中心とした生産財価格の上昇につながり、工業製品出荷価格を大きく押し上げる。ただし、中国では消費者に近い川下分野の価格競争が厳しく、価格転嫁は部分的にとどまる。これが、消費者物価が上がりにくい主因であり、加えて、足元では豚肉価格の大幅下落が物価全体を押し下げている。2022年2月の工業製品出荷価格は+8.8%、消費者物価は+0.9%であった。豚肉価格は42.5%下落し、消費者物価全体を0.95%pt押し下げた。

図表 7-2 (参考) ロシアの輸出品目の世界シェア (2020 年)



(出所) UN Comtrade、国際貿易センターより大和総研作成

中国は対ロシア経済制裁の効果を自国に置き換えてシミュレーション

もう一つのポイントは、西側諸国がロシアに対してどのような経済制裁を発動するのか、その影響はどうか、中国は自国に置き換えてシミュレーションをしている可能性が高いということである。中国が武力による台湾統一に踏み切ろうとした場合、西側諸国はどのような制裁を発動し得るのか、その影響はどうか。当然、中国からすれば、台湾は中国の領土の一部であり、ロシア・ウクライナ問題とは全く本質が異なると主張する。ただし、今回のロシアによるウクライナ侵攻によって、中国による台湾武力統一を「連想」した向きは少なくはない。

例えば、世界の銀行決済網である SWIFT からの排除が取り沙汰されれば、中国はデジタル人民元を含めた人民元の国際化や、クロスボーダー人民元決済システム CIPS (RMB Cross-Border Interbank Payment System) の活用・機能強化を推進することになる。CIPS はモノ・サービス貿易、直接投資、融資などのクロスボーダー人民元決済を促す金融インフラとして中国人民銀行が 2015 年 10 月に稼働を開始した。

それでは、人民元国際化の進展状況はどうか。中国を一方とする二国間での決済に使われることは多くなっているが、第三国間の決済で人民元が使われるケースは極めて限定的である。また、SWIFT と CIPS の 1 日当たりの取り扱い金額を比較すると、前者は 5 兆ドル、後者は 278.6 億ドル (2020 年) と、CIPS は SWIFT の 0.6% 程度にとどまる。

例えば、食糧・エネルギーの安全保障が懸念されれば、中国は自給率を高めると同時に、調達先の多様化を図ることになる。ハイテク規制の強化が想定されるのであれば、半導体など重要なものについては、研究開発費の投入を増やし、国産化率の引き上げをさらに急ぐことになる。

こうした中で、中国にとって、最も衝撃的だったのは、ルーブル防衛のためにロシア中央銀行が政策金利の大幅引き上げを余儀なくされたことであろう。欧州、米国、日本が、ロシア中央銀行・政府系ファンド・財務省に対する取引制限・資産凍結などの制裁を行った結果、ロシアは国外に分散していた外貨準備にアクセスすることができなくなり、為替介入ができないために、ルーブルは急落した。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 20.0%へ引き上げることを余儀なくされたのである。この制裁は主要先進国の間で意思の疎通を迅速に行うことが可能で、しかも実効性が極めて高いことが証明された。

中国で同様のことが発生すれば、金融危機のトリガーが引かれることになる。筆者は、中国の債務問題の本丸は国有企業を中心とする企業債務であり、景気失速などにより国有企業の経営が悪化し、銀行の不良債権が急増し、その処理のために銀行の自己資本が毀損すれば、銀行は貸出を減らさざるを得ず、国有企業が一段の経営難に陥る、という連鎖が発生する可能性は否定できないとみている。そのトリガーとなり得るものとして、①元安、キャピタルフライト、金利急騰、②住宅価格長期低迷などを想定しているが、上記のような状況はまさに①に該当する。

だから中国は少なくとも今後 10 年、20 年という時間軸で、西側諸国との間で決定的な衝突・対立を避けようとするのではないかとみている。