2022. 3. 1

ウクライナ情勢の日本経済への影響

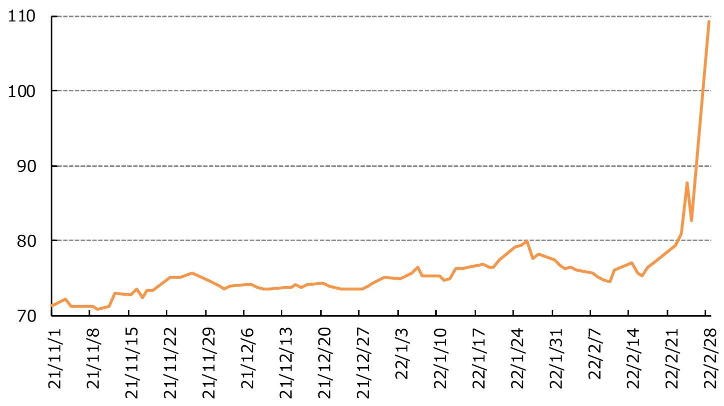
フェロー　チーフエコノミスト　小玉　祐一

１．ロシア経済への打撃は大きい

ロシアが 2 月 24 日にウクライナへの全面侵攻に踏み切った。その後毎日めまぐるしく情勢が変転、28 日にはウクライナとの二国間交渉が実施されたが、戦闘の早期終結を予想する向きは少ない。展開次第で世界経済への影響の度合いも大きく変わってくる。

現時点でほぼ確実なのは、ロシア経済が大打撃を被ることである。国際決済網である国際銀行間通信協会（SWIFT）からのロシアの排除と、ロシア中銀のドル資産凍結で、週明け 2 月 28 日のルーブル相場は、前週末比で 3 割以上暴落した（図表 1）。ロシア中銀は政策金利を 9.5％から 20％まで引き上げたが、これだけで通貨防衛が可能とみる向きは少ないだろう。今後、輸入インフレの加速で国民生活は疲弊しよう。外貨の調達が困難になったことで、金融システムが不安定化するリスクも高まる。さらなる利上げも不可避とみられ、破綻に瀕した国家が陥る典型的な悪循環にはまりつつあるように見える。

（図表1）ドル・ルーブル相場



(出所)Factset

たとえ短期的な危機を乗り切ったとしても、ルーブルが世界の投資家の信用を取り戻すのは容易ではないだろう。海外からのロシアへの投資は、短期的に激減するのはもちろん、中長期的にも低迷する可能性が高い。

少なくとも、短期的な経済への打撃については、ロシア政府も織り込んでいたはずで、これが戦争の行方にどう影響するのかはわからない。戦闘が長期化すればするほど、政府にとって莫大な戦費も重荷となるはずである。今のところ、政府は国内の反戦デモを力で抑え込んでいるが、国民生活への打撃が大きくなれば、国民の間の厭戦気分が制御困難なレベルにまで膨れ上がる可能性もあるだろう。ロシア政府は今後、強硬手段に訴えてでも、早期決着を図るのかもしれないし、特定国からの資金協力等を得て経済制裁の影響を緩和し、長期戦に備えるのかもしれない。先行きの展開については引き続き不確実性が高い。

２．エネルギー価格への影響が焦点

各国経済への影響は、実体経済を直接介した波及経路よりも、金融市場やエネルギー価格経由の経路がメインになりそうである。ウクライナはもちろん、ロシアも世界経済のメインプレーヤーではない。ロシアの名目 GDP（2020 年）は 1.5 兆ドルで、日本の約 3 割、米国の約 7％の規模である。ランキングでは 11 位で、韓国（10 位）とブラジル（12 位）の間に位置する。

SWIFT からのロシアの排除で、特に欧州経済は返り血を浴びる。EU にとって、対ロシア輸出が全体に占めるシェアは全体の 2％弱であり、さほど大きいわけではないが、大手銀行の中には対ロシアで一定のエクスポージャ

ーを持つところがあるほか、エネルギー依存度が高いのがネックとなる。ガス供給についてはドイツが 6 割前後をロシアに依存しているほか、イタリアも 4 割前後を依存する。EU 全体でも依存度は 4 割に迫る。ロシアからの供給が途絶しても、米国のシェールガスをはじめ、他国からの輸入等で代替することはある程度可能とみられるが、当然天然ガスの価格は高騰する。

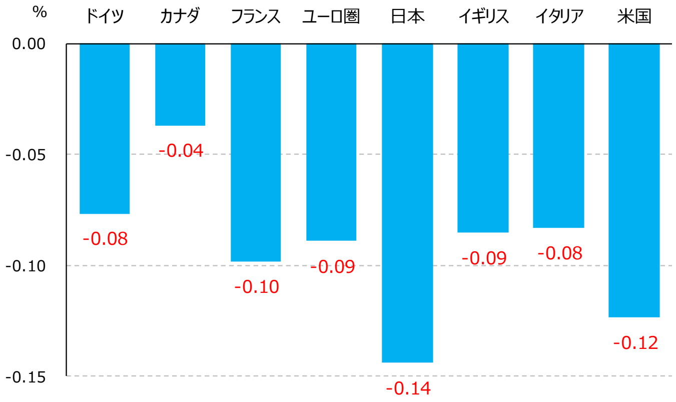
欧州主要国は、ここまで世界をリードする形で再生可能エネルギーへのシフトを進めてきたものの、バックアップ電源を天然ガスに頼ってきたことが、昨年の天然ガスの高騰の一因になった。ノルドストリーム 2 の稼働がもはや絶望的な状況になりつつあるなか、天然ガスの需給が構造的にひっ迫しやすい構図は今後も中長期的に残る可能性が高い。この影響は原油をはじめとしたエネルギー価格全般に波及する。

日本経済への影響も、対ロシアの輸出が全体の 1％、輸入は 2％にとどまることを考えれば、やはりエネルギー価格経由の波及経路がメインになる。原油価格が 10 ドル上昇した場合の GDP への下押し圧力を主要国間で比較すると、日本が最も大きい（図表 2）。ほぼ 100％を輸入に依存していることを考えれば当然であろう。

米国のマイナス幅が意外に大きいのは、ガソリン価格の変動がドライブシーズンの個人消費に与える影響が大きいためである。足元の状況では、ただでさえ加速しているインフレがより深刻な問題になるだろう。FRB（米連邦準備制度理事会）としては、利上げペースの加速が必要になる可能性がある一方、株価が暴落することで逆に引き締めサイクルを停止しなければならなくなる展開もありうる。米国の金融政策の先行きを、より慎重に見極めなければならない状況になりつつある。

（図表2）原油高の各国GDPへの影響

（ブレント価格80→90ドル/バレルの場合）



（出所）OEGMより明治安田総研作成

３．原油高、円高の同時進行がリスク

図表 3 は、1 月中旬時点の原油価格とドル・円相場の水準（ブレント原油価格 85 ドル/バレル、為替 114 円/ドル）を基準とし、そこから表の水準まで両者の水準が動き、かつ 1 年間同じ水準を維持したと仮定した場合の日本の GDP への影響を試算した結果である。

足元のブレント原油先物価格は 100 ドルに達しているので、すでに年初時点のベースラインから▲0.3％の下押し圧力がかかっている。この影響は原油価格が上がれば比例的に上がっていく。原油価格の上昇と円高の組み合わせが最も経済への打撃が大きい。円高が進めば円建ての輸入価格は下落するが、反映には時間がかかるのに加え、どのみち外需への打撃はカバーできない。100 円/ドルと 100 ドル/バレルの組み合わせでは、GDP 成長率へのインパクトは▲0.6％に達する。

（図表3）原油価格・ドル円と日本の実質GDPへの影響

		ブレント原油価格（ドル/バレル）				
		60ドル	70ドル	80ドル	90ドル	100ドル
円/ドル	100円	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.6%
	105円	0.2%	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
	110円	0.4%	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.3%
	115円	0.5%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.3%
	120円	0.5%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.2%
	125円	0.6%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.2%
	130円	0.6%	0.4%	0.2%	0.0%	-0.2%

※1月14日の水準（ブレント価格：85ドル/バレル、ドル円：114円/㌦）から原油価格・ドル円が変化した時の影響

（出所）OEGMより明治安田総研作成

今のところ、ドル・円のボラティリティはさほど高まっていない。「リスク回避の円高」、「有事のドル買い」とも以前ほどの法則性は見られなくなっているほか、FOMC の利上げペースの思惑等、さまざまな要素の綱引きが微

妙なバランスを保っているためと考えられる。ただ、今後NY株価の調整がさらに厳しくなり、FRBの引き締めが早期に終了するという観測がコンセンサスになれば、一気に円高が進む可能性はないわけではない。

４．ガソリン補助金は悪影響を緩和

日本政府は、ガソリン価格が170円に到達した場合に、元売り業者に対し1リットル当たり最大5円を補助するとの激変緩和措置を打ち出していたが、これを 25 円まで増額する方針である。トリガー条項を発動した場合の減税額である 25.1 円とほぼ等しくなる。エネルギー価格の高騰は実質所得（消費）の下押し圧力となっており、影響を和らげる効果が期待できる。

トリガー条項は、レギュラーガソリンの全国平均小売価格が160円を3ヵ月連続で上回った場合に、暫定税率である1リットルあたり25.1円を一時的に撤廃するというものである。3ヵ月連続で1リットル130円を下回れば元に戻す。基準がはっきりしている分、機械的な運用が可能だが、3 ヵ月待たなければならないため機動性を欠く。また、いきなり25.1円変更されるので、福田政権時代に暫定税率が一度失効した時は、復活の際にガソリンスタンドに長蛇の列ができるなど、国民生活に混乱を招いた経緯もあった。

この点、今回の措置はある程度機動的な対応が可能である。現在は補助を出す基準額を4週ごとに1円ずつ切り上げてきたが、今後は倍のペースに速める。縮小の際も段階的に実施すれば、国民生活の混乱も最小限にとどめることができそうである。そもそも自由市場への政府の介入は極力避けるべきという原則論は別として、トリガー条項の発動よりはいい。ただ、緊急時の対応がいつしか恒久化するという轍を踏むことのないよう、終了の基準はある程度明確にしておく必要がある。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先●　株式会社 明治安田総合研究所　〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411