

ウクライナ情勢を受けた景気シナリオの再構築

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. シナリオアップデートの必要性

当研究所は2月18日に四半期経済見通しをリリースしたが、直後にロシアがウクライナに侵攻したことで、見通し作成時の前提条件が早くも一変する事態となった。金融市場の変わり身は早く、足元では戦争終了を織り込む動きに転じてはいるものの、先行きの不確実性はなお高い。ここでは、現時点で蓋然性が高いと考えられるシナリオを再構築するとともに、注意すべきリスクシナリオを2通り提示する。

3月1日付のレポート、「ウクライナ情勢の日本経済への影響」で指摘したとおり、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る。特にエネルギーの大部分を輸入に頼る日本経済は、他の主要国と比べてもエネルギー価格の高騰に弱い。また、長年外需主導の成長を余儀なくされていることもあって、為替相場への成長率の感応度も高く、その組み合わせが大きなポイントとなる。

当研究所の経済モデル(OEGM)における試算では、原油高と円高の組み合わせが、日本経済へのダメージが最も大きい(図表1)。すでに昨年末以降、エネルギー価格には大きな上昇圧力がかかってきた。足元の原油価格は依然として100ドル/バレル近辺で推移している。米国にとっては、ただでさえ高まっているインフレ圧力に拍車をかける結果になる。日本ではこれまでどおり、インフレ圧力というよりも、実質所得の減少を通じた景気後退圧力として働く可能性が高い。

最近、「悪い円安」の可能性が指摘されるケースが増えているが、試算からは、少なくとも130円/ドルまでの円安であれば、成長率を押し上げる結果が示されている。円安に伴う輸入価格の上昇は、内需、特に個人消費には下押し圧力になるが、全体としては輸出の押し上げ効果が上回る。現実にも、過去20年間の日本の総需要の伸びの55%は輸出であった。

交易条件の悪化がGDI(国民総所得)にもたらす下押し圧力や、経済主体間の格差拡大、財政不安を織り込む可能性など、これ以上の円安が国民の厚生にとって本当にプラスかはなお議論の余地があるが、複雑になるためここではとりあえずGDPへの影響に絞って議論する。

(図表1)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)					
		70ドル	90ドル	110ドル	130ドル	150ドル	200ドル
円/ドル	100円	-0.43%	-0.66%	-0.87%	-1.06%	-1.23%	-1.64%
	105円	-0.16%	-0.40%	-0.61%	-0.81%	-0.99%	-1.41%
	110円	+0.06%	-0.18%	-0.39%	-0.59%	-0.77%	-1.19%
	115円	+0.24%	0.0% (円高・円安)	-0.22%	-0.42%	-0.61%	-1.00%
	120円	+0.42%	+0.17%	-0.05%	-0.26%	-0.45%	-0.89%
	125円	+0.59%	+0.34%	+0.11%	-0.10%	-0.30%	-0.75%
	130円	+0.75%	+0.49%	+0.26%	+0.04%	-0.16%	-0.61%

※ブレント原油価格：90ドル/バレル、ドル円：115円/ドルを2022年のベースラインシナリオとし、原油価格・ドル円が変化した場合の成長率への影響を試算
(出所) OEGMより明治安田総合研究所作成

2. ベースラインシナリオ ～停戦合意早期成立も後遺症が残る～

<経済シナリオの背景>

停戦合意が早期に成立する。その場合、ある程度ロシア寄りの内容になるのは避けられない。ウクライナの中立化はもちろん、非武装化に近い軍備削減が前提になると考えられる。ゼレンスキー政権は継続の可能性が残されているが、もし、新政権が成立した場合は、レジスタンス運動の活発化、長期化が予想される。地域の政情不安は容易に解消せず、武力衝突が再開する可能性も残る。

<世界経済の概況>

合意内容の多少の相違に関わらず、金融市場は基本的に戦闘終結を好感する。原油価格は100ドル/バレルを大きく割り込み、穀物価格も下落、世界経済は次第に安定に向かう。良好な米国景気がけん引する形になる。もともと米国とロシアとの経済的関係は深くない。金融機関も2014年のクリミア併合以降、対ロシアのエクスポージャーを落としてきた。雇用・所得環境の改善や堅調な企業業績を背景に、個人消費や設備投資の増加基調が続くと考えられる。

リスクはアップサイド（インフレ）だが、すでにファイティングポーズをとっているFRB（米連邦準備制度理事会）が、なんとかファインチューニングに成功するとみておきたい。財政面からの支援規模が2021年前半と比べて縮小することや、時間がかかりつつも供給制約が徐々に解消に向かうと考えられることもあり、2023年にかけてインフレ圧力は次第に緩和に向かうと予想する。

欧州では、エネルギー価格の上昇や供給制約の影響が残ることで、当面は景気に下押し圧力が加わった状態が続く。ただ、エネルギー需給は冬の需要期を過ぎれば緩和に向かう。ロシアに絡んだ地政学リスクはなお予断を許さないものの、景気は緩やかな回復傾向を維持すると予想する。ECB（欧州中央銀行）は、7-9月期には資産買い入れを終了。2022年終盤には最初の利上げが視野に入る。

中国景気は大底を打った可能性があるが、不動産市場の低迷が続くなか、なお低空飛行が続くと見込まれる。秋に共産党大会を控えていることを考えれば、政府が景気失速を座視することはないとみられるものの、ある程度の経済成長を犠牲にしても「共同富裕」を実現、国家の安定を目指そうという習近平政権の意志は強固に見える。2022年、2023年とも実質GDP成長率は5%台にとどまるだろう。

<日本経済の概況>

ピーク時には4分の3の都道府県で発動されていたまん延防止等重点措置の終了に伴い、4-6月期は個人消費の反動増が顕在化する。ただ、その勢いは、エネルギーや食品価格の上昇で一部相殺される。エネルギー価格は早晚落ち着きを取り戻すが、小麦製品を中心とした食品価格の上昇は年度後半まで続き、個人消費の押し下げ要因となる。好業績を背景に、賃上げ率は2年ぶりの2%台に回復するものの、中小企業まで広がりやを欠く状況は変わらず、個人消費を大きく押し上げるには力不足の状態が続く。反動増が一巡する7-9月期以降は、再び潜在成長率にさや寄せされる形で停滞気味の推移に移る。

当該シナリオに基づく2022年度の実質GDP成長率は前年比+2.2%で、2月経済見通し作成時の同+2.7%から0.5%ポイント下方修正する。2023年度は同+1.7%で、こちらは2月見通しの同+1.5%から0.2%ポイント上方修正する（図表2）。

<金融市場の動向>

先進国の株価は大幅反発に向かう。米株は比較的早期に既往ピークの水準を取り戻すが、FRBの利上げ継続が上昇ペースを抑える要因となる。一方、ファンダメンタルズが相対的に劣後する日本株が、年内に既往ピークで

ある昨年9月14日の30,670円を取り戻せるかどうかは極めて微妙と予想する。

米長期金利は2%を超えた水準での推移が中心となる。日本の長期金利は、日銀が0.25%の上限を守る姿勢を維持するもとで、0.2%~0.25%の推移が中心となる。為替相場は115円/ドル~120円/ドル近辺の推移が中心となる。

(図表2) 主要数値予測

四半期	実質GDP		実質民間 最終消費 支出	実質民間 企業設備 投資	実質財貨・ サービスの 輸出	実質財貨・ サービスの 輸入	消費者物 価(生鮮食 品除く総 合)	完全 失業率	鉱工業 生産指数
	前期比 %	2/18時点 %	前期比 %	前期比 %	前期比 %	前期比 %	前年同期 比 %	%	前期比 %
2021年 1-3月期	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.8	0.4	2.2	3.0	▲ 0.5	2.9	2.9
2021年 4-6月期	0.6	0.6	0.7	2.0	3.1	3.8	▲ 0.6	2.9	1.1
2021年 7-9月期	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 1.0	▲ 2.4	▲ 0.3	▲ 1.0	0.0	2.8	▲ 3.7
2021年 10-12月期	1.1	1.3	2.4	0.3	0.9	▲ 0.4	0.4	2.7	1.0
↓ 予 測									
2022年 1-3月期	▲ 0.1	0.1	▲ 0.5	0.7	0.8	0.9	0.7	2.8	0.4
2022年 4-6月期	0.9	1.3	0.9	1.1	1.2	1.0	1.9	2.7	1.9
2022年 7-9月期	0.7	0.7	0.8	1.1	1.1	1.0	1.4	2.7	1.5
2022年 10-12月期	0.5	0.5	0.5	0.9	1.1	0.8	1.7	2.6	1.0
2023年 1-3月期	0.5	0.4	0.5	0.7	0.8	0.7	1.4	2.6	0.9
2023年 4-6月期	0.4	0.4	0.3	0.7	0.7	0.6	1.0	2.6	0.6
2023年 7-9月期	0.3	0.3	0.2	0.7	0.7	0.6	1.1	2.6	0.4
2023年 10-12月期	0.3	0.3	0.2	0.6	0.5	0.5	0.6	2.5	0.3
2024年 1-3月期	0.2	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	2.5	0.2
2022年度 (前年比)	2.2	2.7	2.5	2.6	3.8	2.6	1.6	2.7	3.6
2023年度 (前年比)	1.7	1.5	1.5	3.0	3.0	2.6	0.8	2.5	2.7

(出所) 明治安田総研作成

3. リスクシナリオ1 ~ウクライナ情勢泥沼化で世界経済失速~

<シナリオの前提>

ウクライナの戦争は予想以上に長期化する。ロシアは都市への無差別攻撃等、一段と強硬な手段に訴える。NATO(北大西洋条約機構)も関与を強め、ロシアとNATOとの間で一触即発の事態に陥る。先進国は対ロシア経済制裁を一段と強化、ロシアは報復として欧州向けパイプラインの稼働停止に踏み切る。

<世界経済の概況>

原油価格は200ドル/バレル台に到達する。急騰局面が一巡した後も、150ドル/バレルを超えた状況が長く続く。ロシアに対するエネルギー依存度の高い欧州経済がまず失速、米株も暴落し、主要先進国が同時不況に陥る。ロシアの公的債務はデフォルト、国内経済はハイパーインフレに近い状態になる。FRBは当初利上げを急ぐが、景気失速とともにインフレが終息に向かうため、年後半は利上げ停止、もしくは利下げに転じる可能性も出てくる。

<日本経済の概況>

原油高に弱い日本経済のダメージは大きく、2022年度は大幅マイナス成長に陥る。2020年5月に始まった景気拡張期は2年前後で終了することになる。日銀は再び国債やETFを大々的に買い増すなど、金融緩和策を強化する。ただし副作用の大きいマイナス金利の深堀りの実施は想定しない。

<金融市場の動向>

株価は大幅下落。米長期金利はいったん上昇の後、年後半は1%近辺まで低下する。日本の長期金利は再度0.1%を割り込む。為替相場は、当初はドルが買われるものの、米景気失速とともにドル安円高トレンドに転換、年後半は100円/ドル近辺まで円高が進む。

4. リスクシナリオ2 ～供給制約長期化で高インフレ定着～

<シナリオの前提>

主要国の供給制約が長期化する。特に、米国における労働者不足は解消せず、賃金インフレが一段と進行する。半導体不足も尾を引く。原油価格の高止まりも人々のインフレ期待の高進に拍車をかける。

<世界経済の概況>

インフレの一段の進行が米景気を圧迫する。人々の高インフレ期待が定着するため、景気減速後もインフレは容易に収まらず、スタグフレーション的な状況に陥る。欧州でも類似の状況となる。2022年のFRBの利上げ幅は200bpを大きく超える。年央以降は毎回のFOMC（米連邦公開市場委員会）で50bp以上の利上げを実施する展開になる。

<日本経済の概況>

まん延防止等重点措置終了後の反動増が夏場までの景気を支えるが、外需の失速に伴い、夏場以降の景気は失速する。2022年の成長率は小幅マイナスとなり、景気拡張局面は終了する。エネルギー価格や食品価格は高止まりが続くが、日本の場合、一般物価が幅広く上昇する本格的なインフレに至る可能性は低い。日銀は現行の金融緩和策を継続する。

<金融市場の動向>

株価は大幅下落。米長期金利はインフレ期待を本格的に織り込み、3%近辺に到達する。日本の長期金利は日銀の防衛ラインである0.25%に張り付く。為替相場は、120円/ドルを大きく超える円安が進む。

ただ、米国のインフレの程度次第では逆にドル売りが進む可能性もある。日米の金融政策の方向性の違いが意識されてドル高円安が進むというのが自然な予想だが、これはあくまでFRBがインフレの管理にある程度成功することを前提とした場合である。インフレは通貨価値の下落であり、インフレ国の通貨は売られるのが本来の姿である。FRBがインフレ抑制に対し明らかに後手に回ったとみなされた場合、また、インフレ率ピークアウト後の調整過程で厳しい景気後退を余儀なくされた場合は、リスク回避的な円高が進むパターンもありうる。

リスクシナリオに関しては、他にも、中国における不動産不況の深刻化、米国の利上げが新興国の債務危機を招くシナリオ等、さまざまなパターンが考えられる。ただ、いわゆる「相場つき」の観点からは、上記の2パターンに集約されると考えられる。足元では、ウクライナにおける停戦交渉が妥結間近との報道もあり期待されるが、たとえ合意に至っても、ウクライナに平和が戻るかどうかは不確実性が高い。合意内容の履行状況や、ロシアの軍事的、政治的関与の程度など、当面は注視が必要な状況が続くと考えられる。

※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