

ウクライナ侵攻に伴う対ロシア経済制裁の影響

経済調査室

要旨

- ロシアによるウクライナ侵攻に伴い、米国、EU、日本などの西側諸国は大規模な経済制裁を発動した。ロシアの銀行の国際決済ネットワーク(SWIFT)からの排除、ロシア産原油の輸入禁止など、制裁の内容は2014年クリミア併合時に比べてはるかに強力なものとなっている。
- ロシアの輸出に占めるドル建て決済の割合は徐々に低下してきたが、依然5割を占めている。米、英はロシアからの原油輸入禁止を決めたが、その規模は小さいものの、慎重姿勢を示すEU、日本が輸入禁止に踏み切れば、金融制裁も加わって、ロシアの輸出が半分以上に減少する可能性がある。
- 日本の多くの産業で利益率はかつてより高くなっており、原油高に対して耐性を有するが、宿泊・飲食はコロナ禍でそもそも利益率が低下しており、コスト高により赤字が続く懸念がある。原油価格が過去最高値(147ドル)を更新して上昇する場合は、利益率の悪化幅が08年を上回る可能性がある。

ロシアのウクライナ侵攻に伴い、西側諸国がロシアに対して厳しい経済制裁を課した。これらの制裁はロシア経済に大きなダメージをもたらすとともに、資源や食品価格の上昇によるインフレのさらなる高進が、世界経済を大きく混乱させる懸念もある。本稿では、ロシアに対する経済制裁を整理しつつ、貿易や物価を中心に、日本国内や世界経済への影響について整理する。

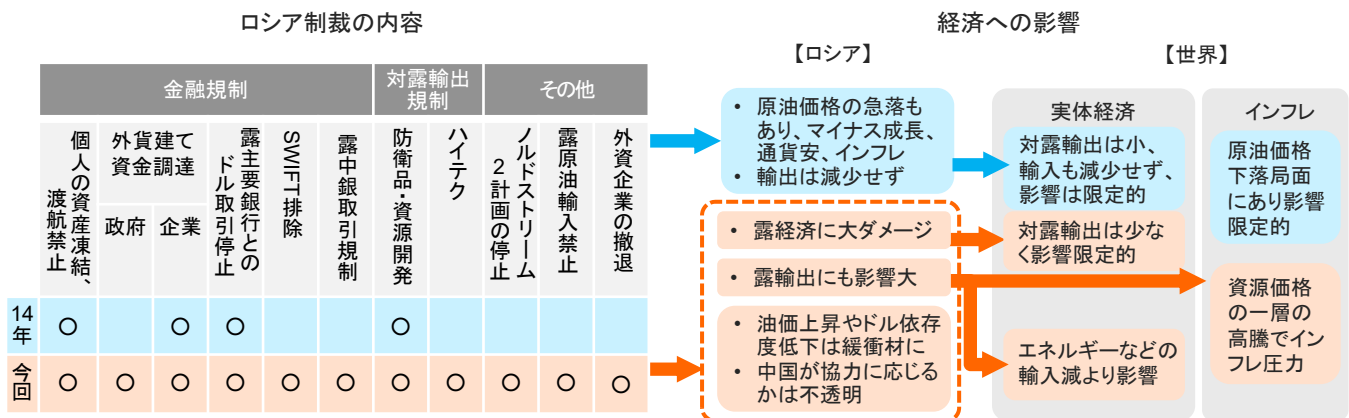
1. 世界経済のロシア・ウクライナ依存度と制裁の波及経路・影響を概観する

ロシアは2/21にウクライナ東部2州の独立を承認

し、2/24に軍事進攻を開始した。欧米、日本は相次いで制裁を発動し、2/26にはロシア一部銀行のSWIFTからの排除を決めた。

14年のクリミア併合における制裁は、原油価格の急落と相まって、ロシア経済が15年に2%のマイナス成長となるなどのダメージを与えた。今回はロシア経済への影響が一層深まるとともに、関係が深い欧州経済への悪影響が懸念される。また、原油価格が下落していたクリミア危機時とは異なり、ロシアのエネルギー供給が減少することで、コロナ禍からの回復で高まった資源価格が一段と上昇するリスクがある(図表1-1)。

図表1-1 ロシアへの経済制裁とその影響



(備考) 日本政策投資銀行作成

ロシアの最大の貿易相手は欧州であり、輸出入ともに4割のシェアを占める。他方、相手国からみた対ロシア貿易の比率は、欧州においても5%にとどまる。ウクライナも、欧州との貿易関係が強いが、欧州の対ウクライナ依存度は1%程度で、日本の対ロ依存度も1%程度にとどまる(図表1-2)。

ただし、エネルギー大国のロシアでは、天然ガスや原油に限れば、世界の輸出に占めるシェアはそれぞれ25%と12%を占める。特に欧州向けシェアは、5割と3割に及ぶ。その他にも小麦のシェアが高いほか、貴金属の生産量も、自動車などに使用されるパラジウムやテルル、ニッケルなどのレアメタル、アルミニウムでシェアが高い(図表1-3)。

2018年にイランに対してSWIFT排除、原油禁輸などの「史上最強」の制裁を発動した際には、イランの通貨は1/5に、輸出は1/3に落ち込み、物価が

50%上昇するなど大きなダメージを受けた。ロシアの場合も輸出に占めるドル建て決済の割合は、クリミア併合後も経済制裁が残る中で徐々に低下したが、依然5割を占めている。今回の金融制裁によってドルやユーロ決済が不可能となれば、輸出が半分に以下に減少する可能性もある(図表1-4)。

2.対ロシア貿易や投資における日本経済への影響

日本の輸出に占めるロシア向けの割合は1%にとどまり、その5割が中古車を含む輸送用機械であり、禁輸対象となったハイテク製品などの割合は低い。

一方、天然ガス輸入の1割弱をロシアに依存するほか、パラジウム、石炭などの依存度も高く、供給の不安定化、価格高騰などのリスクがある(図表2-1)。

図表1-2 ロシア、ウクライナの貿易
(国別構成と相手国の依存度)

		相手国 (%)						
		日	EU	米	中	他	世界	
ロシア	輸出	構成	2.7	39.6	3.1	14.3	40.2	100
		依存度	0.9	4.3	0.3	2.0	1.0	1.3
	輸入	構成	2.6	42.1	2.2	23.0	30.1	100
		依存度	1.5	6.6	0.4	2.7	1.9	1.9
ウクライナ	輸出	構成	0.4	37.8	2.0	14.5	45.3	100
		依存度	0.1	1.2	0.1	0.3	0.3	0.3
	輸入	構成	0.9	46.8	3.4	12.7	36.2	100
		依存度	0.0	0.9	0.0	0.4	0.3	0.3

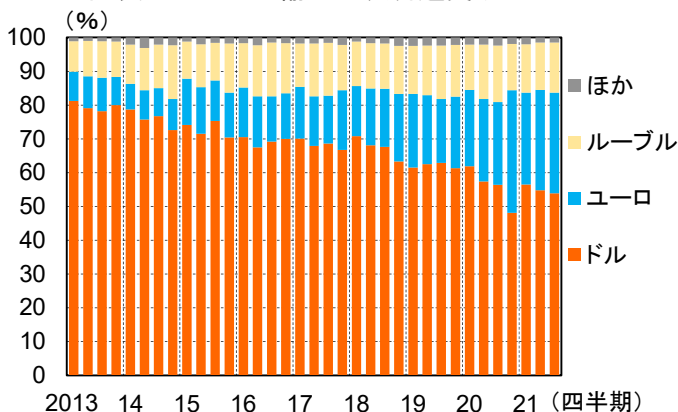
(備考) 1.UNCTADにより日本政策投資銀行作成
2.2020年、EU域内貿易除く

図表1-3 ロシアの主要品目の生産・輸出シェア

品目	シェア (%)		
	生産	輸出	欧州の依存度
天然ガス	16.6	25.3	51.4
原油	12.1	12.3	29.0
小麦	9.6	18.1	17.7
(同 ウクライナ)	(2.8)	(7.9)	(-)
石炭	5.2	17.8	50.2
パラジウム	37.0		
テルル	12.1		
プラチナ	10.6		
ニッケル	9.3		
アルミニウム	5.4		

(備考)BP、USGS、UNCTADにより日本政策投資銀行作成

図表1-4 ロシア輸出の決済通貨ウエート



(備考) 1.ロシア中銀 2.サービス貿易を含む

図表2-1 日ロ貿易構造(2021年、%)

ロシアへの輸出 (8,624億円)		ロシアからの輸入 (1兆5,431億円)		対露依存度
輸送用機械	53.7	液化天然ガス	24.1	
一般機械	20.2	原油	16.7	3.7
電機・電子部品	6.8	非鉄金属 (うちパラジウム)	18.9 (9.8)	10.3 (34.5)
ゴム製品	5.4	石炭	18.0	10.0
化学製品	3.0	魚介類	8.9	
その他	10.9	その他	13.4	

(備考)財務省

また、産業面からみると、日本企業のロシア、ウクライナ両国への進出は比較的小規模となっているが、自動車などの操業停止、飲食・小売業の休業などに徐々に影響が広がっている。今後、紛争が長期化する場合には、エネルギー価格高騰の影響のほか、①半導体製造の露光用ネオンガス(ウクライナ7割、ロシア2割)の供給制約や価格高騰による半導体不足(在庫は早くも2ヵ月で払底)、②パラジウム(自動車排ガス処理装置)の価格上昇に伴う自動車販売への影響、③IT産業のオフショア開発拠点であるウクライナにおけるソフトウェア開発の遅延など、両国への依存度が高い特定の財、サービス分野において懸念が強まる可能性がある(図表2-2)。

3.ウクライナ情勢の今後のシナリオ

ここで、ウクライナ情勢の今後のシナリオを5つに分け、シナリオ毎の影響をあらためて整理する(図表3)。戦闘が続く期間、最終的なロシアの関与などに幅はあるものの、プーチン政権が維持される限り西側の経済制裁は残る。欧州はロシアからのエネルギー輸入を続ける姿勢を示しているが、資源価格の高止まりが避けられない現状が浮かび上がる。

ロシアと西側経済のデカップリングが一段と進み新たな冷戦状態となる場合、長期的には新たな経済構造が構築されるにしても、資源の供給制約、価格上昇が強まり、ロシア依存度の高い欧州の景気悪化は避けられない。一方、資源産出国の米国

図表2-2 予想される産業への影響

石油化学	・資源価格上昇に伴う合成樹脂価格への更なる価格転嫁	小売	・輸入小麦価格上昇による食品価格の値上げ ・トモロコシ価格の上昇による食肉の価格上昇
鉄鋼	・輸出国である両国への制裁による市況上昇と半製品輸入に依存する鍛圧メーカーへの影響	外食	・ロシアに展開している店舗への影響 ・原材料高による調達先変更、代替食材採用
自動車	・半導体や触媒の価格上昇、供給不足に伴う自動車価格上昇による販売への影響 ・トヨタはロシア工場を操業停止	運輸	・ロシア便の運行停止/ロシア上空通過回避による欧州便の欠航 ・欧州向けLNG増加による海上運賃上昇
IT産業	・中期:ソフトウェア開発の遅延	エネルギー	・油価、LNG価格上昇に伴う電力卸価格上昇による電源を確保していない電力小売への影響 ・経済制裁措置の際の調達と権益評価への影響
半導体	・露光用ネオンガス等材料の価格高騰/供給不足 ・中期:ソフトウェア開発の遅延による需要減	不動産	・投資家の運用リスク回避姿勢の強まりによる不動産価格への影響

(備考)ヒアリング等により日本政策投資銀行産業調査ソリューション室作成

図表3 ウクライナ情勢のシナリオ

シナリオ	概要・期間	政治的帰結	世界経済・資源	ロシア資源輸入
① 短期戦	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 数週間以内にキエフ陥落 ✓ ロシアの傀儡政権成立、軍常駐 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 西部・国外にウ臨時政府 ✓ 内戦が長期化・泥沼化 	<ul style="list-style-type: none"> × 制裁継続、東西冷戦に発展も 一 脱炭素から資源安楽へ 	<ul style="list-style-type: none"> × 米国禁輸、欧州などは輸入継続 × 欧州禁輸なら資源インフレ深刻化 一 中国は継続
② 長期戦	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ロシア軍はキエフ攻略できず。ゲリラ戦で数年以上の長期戦に 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ゼレンスキー政権存続 ✓ ロシア最終的には撤退も 	<ul style="list-style-type: none"> △ 制裁やや緩和 	<ul style="list-style-type: none"> △ 資源輸入は再開
③ 外交的解決	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ウ中立化、一部割譲などで合意 ✓ 数週間以内にロ軍一部撤退 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ロシアとの対立・批判継続 ✓ 中国仲介なら地位向上 	<ul style="list-style-type: none"> △ 制裁やや緩和 	<ul style="list-style-type: none"> △ 資源輸入は再開
④ 欧州分断・戦争	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 東西冷戦化で緊張高まる ✓ 開戦(偶発、化学・核使用、西侵攻など契機)数ヵ月でNATO勝利 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 冷戦長期化の可能性あり ✓ 西側勝利ならプーチン排除も戦後体制に不確実性 	<ul style="list-style-type: none"> × 経済分断 △ 戦後は制裁緩和 × 戦禍甚大、難民 	<ul style="list-style-type: none"> × 禁輸、インフレ圧力 ○ 戦後は貿易再開
⑤ プーチン大統領失脚	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 制裁でロシア国内の不満蓄積、24年の大統領任期末前に失脚 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ロシアで穏健政権成立 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 制裁の緩和・撤廃 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 資源輸入再開 インフレ緩和

(備考)1.BBCなど各種報道により日本政策投資銀行作成 2.水色は可能性が高いシナリオ
3.それぞれのシナリオは完全に独立したものではない

への影響は比較的小さいほか、中国もロシアとの取引を継続し、2大国は政治・経済上の影響力を強めながら対立が強まると考えられる。

4.主要中銀の政策のかじ取りはより困難に、為替は「有事のドル買い」が強まる

コロナ禍からの回復に伴うインフレ高進を受けて、欧米中銀は金融緩和の縮小に転じているが、ロシアへの経済制裁によって、原油や小麦に限らず国際商品市況が上昇した。インフレ抑制のための利上げと景気配慮による緩和継続の間にはトレードオフが生じ、対応が難しくなっている。FRBは地政学リスクを見極めるべく、3月の初回利上げ幅は0.5%を見送り、0.25%にとどめたものの、年内に1.5%追加利上げし、23年には長期水準2.375%を超えて利上げを進めるとの見通しを示した。一方の

ECBは、ウクライナ危機によるインフレ圧力も踏まえ、資産買入の前倒し縮小を決めた。早くて年末とみられる利上げは「データ次第」と慎重姿勢を強調したが、スタグフレーションに陥ることを避けるため、緩和を縮小する姿勢を示している(図表4-1)。

また、為替相場もウクライナ侵攻後、特徴的な動きがみられる。1998年のロシアは、アジア通貨危機や原油価格下落も加わりルーブル危機に陥ったが、他国通貨への波及は限られた。足元のルーブルの減価は98年より小幅だが、ポーランド、ハンガリーなどの周辺国や、原油輸入国のインド、地政学リスクを抱える台湾などへの伝播がみられる(図表4-2)。

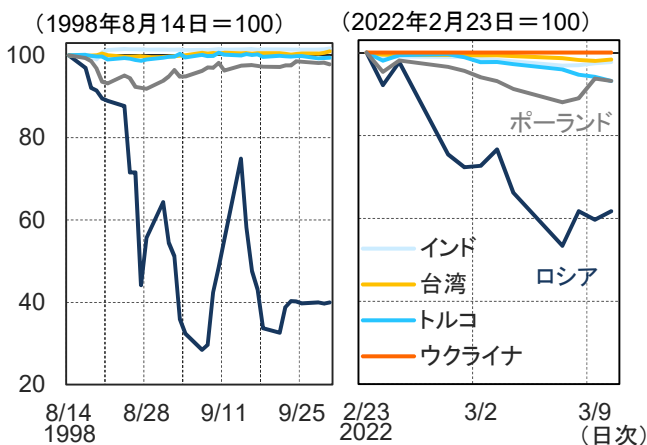
各国通貨との総合的な指標である実効為替レートを見ると、侵攻が始まった2/24は「有事のドル買い」がみられたが、原発攻撃など戦況悪化により安全通貨とされる円も上昇した。欧州通貨はドル、円

図表4-1 主要中銀の金融政策(赤字は2月下旬以降の変更箇所)

	英BOE(3/17)	米FRB(3/15~16)	欧ECB(3/10)	日銀(3/17~18予定)
政策目標	物価 ×(超過)	物価 ×(超過) 雇用 ○	物価 ×(超過、一時的との見方後退)	物価 ×(未達)
量的緩和	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 昨年末に買入終了 ▶ 3月以降、資産圧縮へ(償還再投資を停止) 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 買入は3月終了 ▶ 早ければ5月に資産圧縮開始(売却でなく再投資縮小償還) 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ コロナ買入3月終了 ▶ 既存買入の縮小前倒し、早ければ7~9月に終了 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ コロナ対応終了で22年はマネタリーベース減少 ▶ リフレ派審議委員の交替
政策金利	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 3会合連続で利上げ(0.5→0.75%) ▶ ウクライナ危機を懸念し利上げペース鈍化も 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 3月利上げ開始。年末2.0%に利上げ ▶ ウクライナ情勢に警戒しつつ、インフレ抑制に注力 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 据え置き(預金ファシリテイ金利▲0.5%) ▶ 年内利上げの可能性もあるが「データ次第」 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ YCC(イールドカーブコントロール)維持 短期 ▲0.1%、長期 0±0.25%

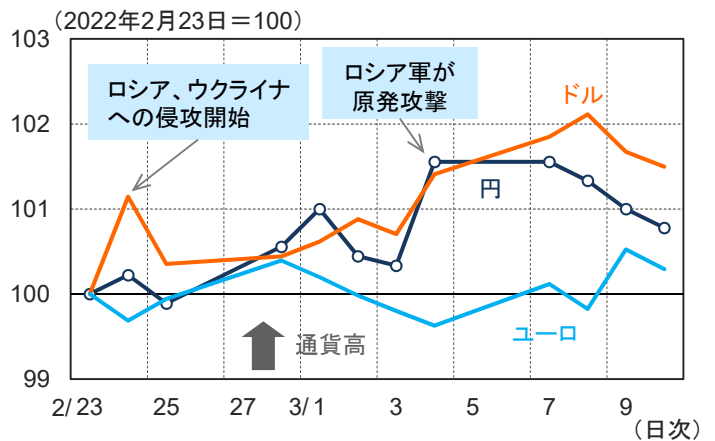
(備考)日本政策投資銀行作成

図表4-2 対ドル為替レートの変化



(備考) 1.Datastream 2.ウクライナは2/23までに年初来8.8%減価

図表4-3 ドル、円、ユーロの名目実効レート



(備考) 1.RIETI 2.ユーロは独仏伊西の実質GDPによる加重平均

に比べて弱いものの、新興国通貨に比べれば底堅い。今後、米欧との金利差拡大は円安要因となるが、情勢が深刻化すれば、円は上昇するが対ドルでは円安要因になると考えられる(図表4-3)。

5.ロシアの原油供給減少とさらなるインフレリスク

続いて、ロシアの原油供給減による国内外のインフレリスクを点検する。米、英は既にロシアからの原油輸入禁止を決めたが、その規模は小さく、慎重姿勢を示すEU、日本が輸入禁止に踏み切れば、世界の原油供給は日量420万バレル、4%の不足となる。一方、米シェールのほか、経済制裁下にあるイラン、ベネズエラが増産した場合、供給不足は170万バレルに縮小し、OPECが追加増産に動く可能性も報じられる(図表5-1)。シナリオとしては、①

制裁が続けば現下の100~130ドル程度、②制裁強化で欧州も禁輸に踏み入る場合、投機資金の流入により一時200ドルに上昇する可能性がある。③一方、OPECなどの増産拡大、停戦合意やプーチン大統領の失脚などで禁輸措置が解除されれば、100ドルを割るとみられる。

国内物価にも影響は波及する。消費者物価は、携帯値下げなどの影響を除いてみると、22年1~3月の2%をピークに伸びが鈍化するとみられていた。しかし、原油価格は一段と上昇しており、1バレル200ドルに上昇した場合、ガソリン価格は1リットル250円に達し、物価の伸びは一時4%を超えると試算される(図表5-2)。

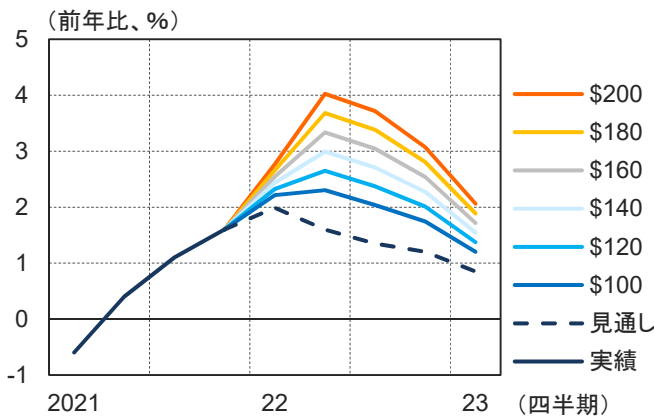
また、家計の予想するインフレ率は、2月に2008年以来の高さとなっており、今後一段と上昇した場

図表5-1 ロシア供給減などによる原油需給の変化

	供給増減		需要増減		ネット
当初	OPECプラス	+380	22年増分	+420	+60
	米シェール	+100			
ロシア供給減	①米、英(決定済)	▲24			+36
	②EU	▲431			
	③日本	▲25			
	①~③計	▲480			▲420
	(ロシアの輸出は計850、ほか中国など370)				
追加供給	イラン	+100			
	ベネズエラ	+50			
	計	+170			▲250

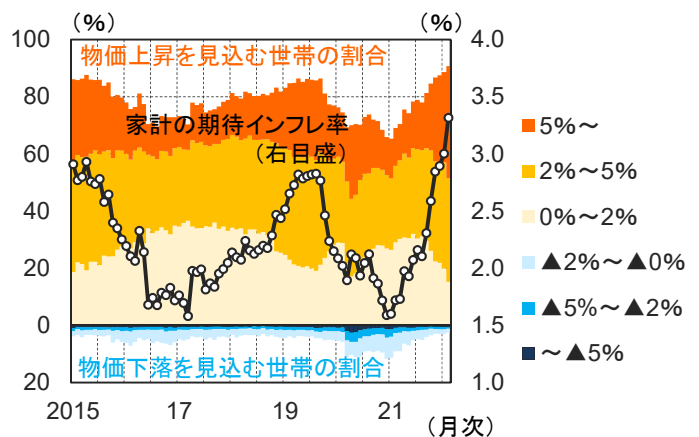
(備考)各種資料、報道により日本政策投資銀行試算

図表5-2 原油ショックに対する消費者物価の反応



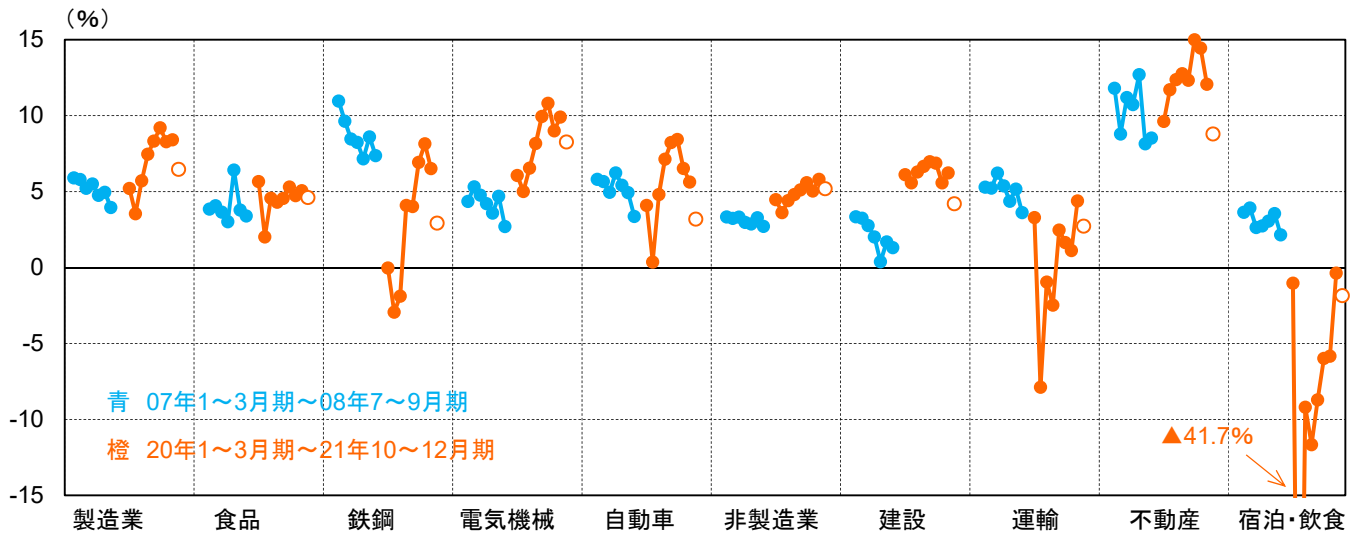
(備考)1.実績は総務省、予測、反応は日本政策投資銀行が集計作成
2.携帯値下げなど、エネルギー以外の一時的要因除く

図表5-3 消費者が予想する1年後のインフレ



(備考)1.内閣府 2.総世帯 3.家計の期待インフレ率は日本政策投資銀行試算 4.グラフからは「変わらない」と答えた割合を除いている

図表6 産業別の売上高経常利益率



(備考) 1.財務省 2.全規模、宿泊・飲食は資本金1億円以上 3.季節調整は日本政策投資銀行による

合、家計消費への悪影響が懸念される。また、期待インフレ率の高まりは、デフレマインドを払拭する可能性がある一方、行き過ぎれば、米国のようにエネルギー以外の財・サービスの価格上昇に波及してインフレスパイラルに陥るリスクもある(図表5-3)。

6. 利益率向上で原燃料高への耐性は増すも、一部産業は赤字に

産業別の売上高経常利益率をみると、原油価格が2007年初の61ドルから08年7月の147ドルに2.4倍になったリーマン危機前には、企業の利益率はほぼ全業種で悪化した(図表6)。

直近の21年10~12月期(原油価格75ドル)においては、供給制約の影響が残る自動車などで利益率が悪化したものの、感染縮小により非製造業を中心に改善した。多くの産業で利益率はかつてより高くなっており、08年並みのショック(180ドル程度)に対しても耐性を有する。ただし、宿泊・飲食はコロナ禍でそもそも利益率が低下しており、コスト高により赤字が続く懸念がある。原油価格の上昇幅やその持続性などは、戦況などに依存して変化する。状況が不確実な中では、宿泊・飲食以外の産業でも悪影響が強まる可能性に注意が必要となる。

©Development Bank of Japan Inc.2022

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等を勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail(産業調査部): report@dbj.jp