

ウクライナ戦争で先行き不透明感を増す国内景気

～行動制限の緩和で4月以降は再び持ち直しへ～

南 武志

要旨

ロシアのウクライナ侵略を受けて、原油・穀物などの一時産品価格が急騰したほか、西側諸国がロシアに厳しい経済制裁を課し、ロシアもその報復措置をとるなど、コロナ禍からの持ち直しを模索する世界経済に新たな障壁が立ちはだかっている。日本はロシアとの直接的な貿易取引は小さいものの、欧州のエネルギー問題、資源・エネルギー高やインフレ加速、それらに対する主要国での金融政策対応など、先行き不透明感が一段と高まっている。

足元の日本経済は、オミクロン株によるコロナ感染「第6波」によってサービス消費が再び落ち込むなど景気の足踏み感が強まったが、3月21日を以て「まん延防止等重点措置」が全て解除されたほか、3回目のワクチン接種も順調に進んでいることから、4月以降は再び国内景気の改善が強まるとみられる。ただし、ウクライナ戦争の行方や半導体不足など「供給の混乱」、投入コストの高騰など、下振れリスクは少なくない。

金融資本市場には不規則な変動も散見されるが、海外金利の上昇圧力を受けてドル円レートが約6年ぶりの円安水準となっており、日本銀行の政策対応の可能性に注目が集まっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2022年				2023年	
	3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.005	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0490	-0.10~0.00	-0.10~0.05	-0.10~0.05	-0.10~0.05	
国債利回り	20年債 (%)	0.715	0.45~0.85	0.45~0.85	0.45~0.90	0.45~0.90
	10年債 (%)	0.230	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.30
	5年債 (%)	0.045	-0.10~0.10	-0.10~0.10	-0.10~0.10	-0.10~0.15
為替レート	対ドル	121.6	110~125	110~128	110~128	110~128
	対ユーロ (円/ユーロ)	133.5	120~145	120~145	120~145	120~145
日経平均株価 (円)	28,110	28,500±3,000	29,500±3,000	30,500±3,000	31,000±3,000	

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2022年3月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

ロシアのウクライナ侵略で世界経済の不安定さが高まる

2月24日にロシアがウクライナに対して軍事侵攻を開始して1ヶ月が経過した。2014年2月のロシアによるクリミア併合以降、ウクライナ東部2州(ドンバス地方)は親ロシア勢力が実効支配し、ウクライナからの分離独立を画策してきたが、それを阻止したい政府軍との間で散発的な紛争が起きていた。15年2月にはミンスク2に基づく停戦が合意されていたものの、双方とも履行しておらず、21年10月にはウクライナが親ロシア

勢力を攻撃したことで、緊張感が高まりつつあった。こうした中、2月21日にロシアは「ドネツク人民共和国」と「ルガンスク人民共和国」の独立を一方向的に承認、治安目的のための派兵を発表するなど、一気に緊迫化した。

ロシアが圧倒的な軍事力を有しているものの、ウクライナの首都を電撃的に陥落し、親ロシアの傀儡政権を樹立するという当初計画はウクライナ側からの激しい反撃によって実現に至らなかった。両国間では幾度か停戦協議が開催されたが、主張の隔たりはなお大きく、停戦には至っていない。いわゆる西側諸国（自由主義陣営）はロシアとそれに協力するベラルーシに対して厳しい経済制裁を講じるとともに、ウクライナに対して軍事的・人道的の両面から支援を行っているが、局面打開のためにロシアが大量破壊兵器を使用するのではないかと、そのリスクも意識されている。



一次産品価格の急騰

このような事態を受けて、21年入り後から上昇傾向にあった原油、穀物などの一次産品が一段と高騰している。西側諸国、特にドイツなどの欧州諸国ではエネルギー供給源としてロシア産の原油・天然ガスに大きく依存してきたが、経済制裁を強化する中でそうした状態からの脱却を迫られている。事態が悪化すれば、短期的にエネルギー不足に陥るような混乱が起きることもありうる。また、ロシアに賦存する希少資源や農水産物の輸入も滞る可能性もあるほか、ロシアに進出した企業では

コロナ感染が続く中、 「まん延防止等重点 措置」が解除

1～3 月期の国内景気 は足踏み

事業停止や撤退を余儀なくされている。今後、世界経済全体としてスタグフレーション的な様相が強まる可能性もある。

なお、日本との貿易（21年）をみると、対ロシアの輸出シェアは1.0%、輸入シェアは1.8%であり、決して大きくない。とはいえ、資源高などが家計・企業マインドを圧迫するなど、様々な面で悪影響が出てくるリスクには注意したい。

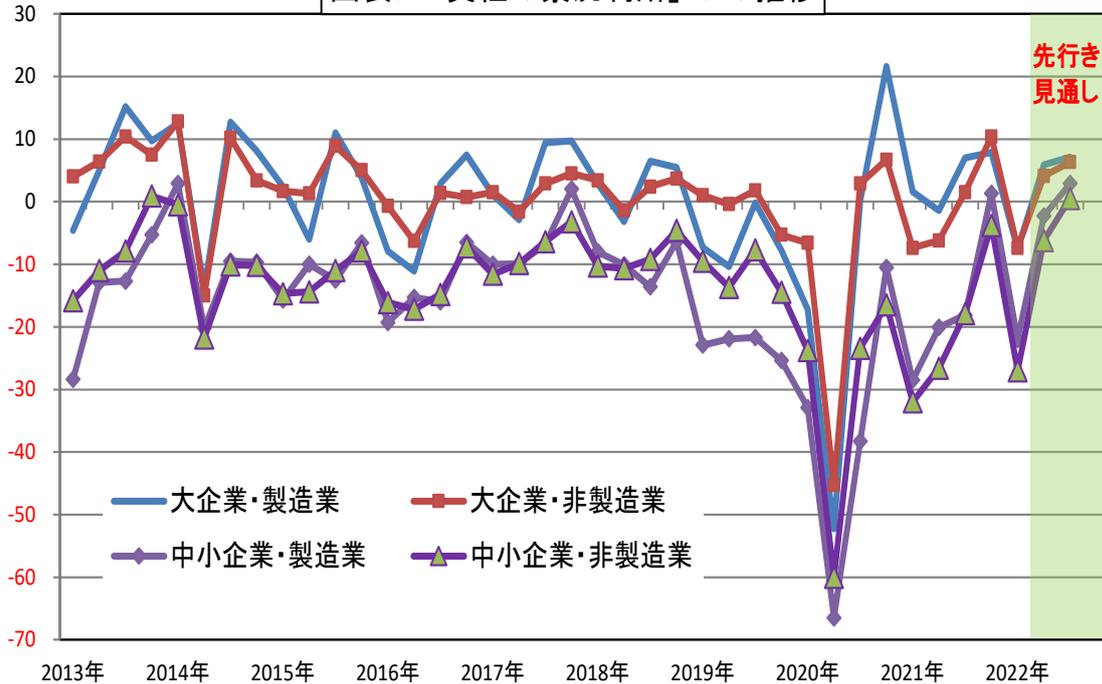
22年入り後、オミクロン株による新型コロナ感染「第6波」が襲来、昨夏の「第5波」を大幅に上回る爆発的な感染拡大に見舞われた。政府は1月9日から「まん延防止等重点措置」を広島、山口、沖縄の3県に適用したのを皮切りに、適用範囲の拡大（最大36都道府県）と期限延長を幾度か繰り返した。その後、「第6波」は2月前半にはピークアウトしたが、新規感染者数は下げ渋っており、3月下旬でも「第5波」のピークを上回っている状況である。

しかし、政府は病床利用率や在宅療養者数などが明確に低下しているとして、18都道府県に対して延長適用していた「まん延防止等重点措置」を期限の3月21日で全面解除した。今後、オミクロン株亜種（BA.2）に置き換わっていく可能性も指摘されるほか、ブラジルで「デルタクロン株」なる新たな変異ウイルスが確認されたと報じられるなど、引き続き感染予防には万全を尽くす必要があるが、先行きサービス消費などが1～3月の落ち込みを取り戻していくことが期待される。

以下では足元の経済指標を確認したい。コロナ感染「第6波」の影響により、22年入り後は全般的に景気の足踏み感が強まった。政府短観と称される法人企業景気予測調査（1～3月期）によれば、代表的な大企業・製造業の景況感（貴社の景況判断BSI）は▲7.6と3期ぶりの悪化（10～12月期から▲15.5ポイント）かつ3期ぶりのマイナス（＝「下降」超）となった。調査時点は2月15日で、半導体不足などが長引くとの懸念が強まっていたほか、ウクライナ情勢の緊迫化によって原油などが高騰した時期でもあった。さらに、同・非製造業のBSIも▲7.4と、10～12月期から▲17.8ポイントと4期ぶりの悪化かつ3期ぶりのマイナスであった。コロナ感染「第6波」の影響で10～12月期はともに50超の水準まで改善していた宿泊業・飲食サービス業、娯楽業のBSIはそれぞれ▲63.9、▲54.9と大幅に悪化した。

(「上昇」「下降」、%)

図表3 「貴社の景況判断」BSIの推移



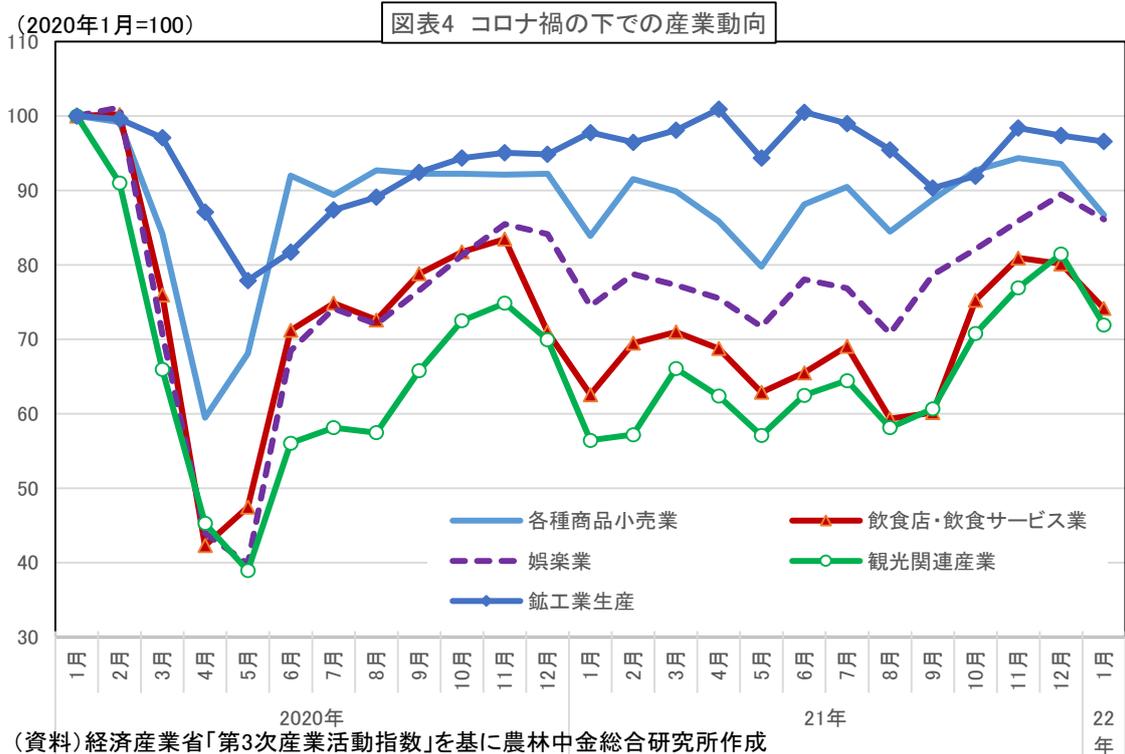
(資料)財務省・内閣府

サービス消費は再び悪化

また、2月の消費動向調査によれば、消費者態度指数は35.3と、前月から▲1.4ポイントの低下(3ヶ月連続)で、21年5月以来の水準まで悪化した。消費マインドに対する基調判断も「足踏みがみられる」から「弱含んでいる」へさらに下方修正された。

实体经济に目を転じると、感染「第6波」の影響で消費統計は弱含んでいる。1月の総消費動向指数(CTIマクロ、実質、総務省統計局)は前月比▲0.8%と5ヶ月ぶり、実質消費活動指数(旅行収支調整済、日本銀行)は同▲2.9%と2ヶ月連続で、ともに低下した。10~12月平均と比べ、それぞれ▲0.4%、▲2.5%の悪化となっている。サービス消費の落ち込みが顕著であるが、第3次産業活動指数からも対面型サービス業の悪化が見て取れる。

輸出・生産関連の統計からは半導体不足の影響が続いていることが見て取れる。2月の実質輸出指数(日本銀行試算)は前月比3.8%と3ヶ月ぶりの上昇ながらも、自動車関連は頭打ち気味であり、勢いが乏しい。国内の自動車メーカーが21年度下期に予定していた挽回生産は後ズレしており、その時期の目途が立たない状況である。



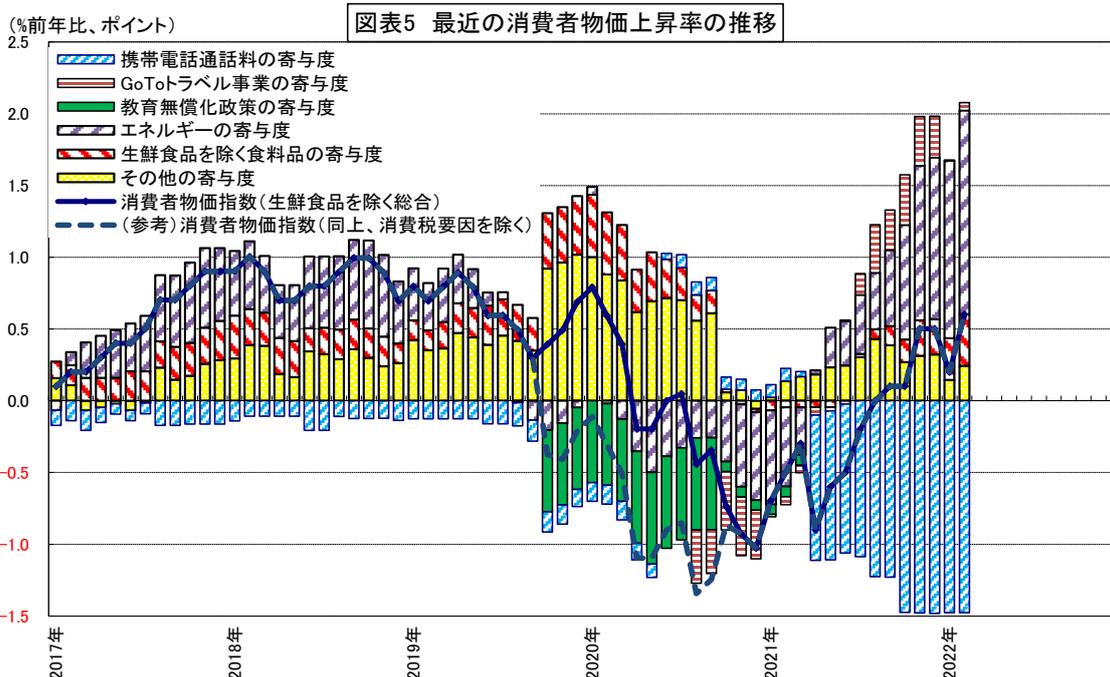
**経済見通し：4～6
月期は再び持ち直
すものの、先行き
不透明感は根強い**

以上のように、新型コロナの新規感染者数は依然として高いものの、3月21日を以て行動制限措置が全て解除されたこと、さらに3回目のワクチン接種も急速に進んでいること（国民の36.8%が完了、24日発表）もあり、飲食業、宿泊業、旅行業などのサービス業を中心に、持ち直し傾向が再び強まると思われる。政府は都道府県限定だった地域観光事業支援（県民割）について、対象地域を北海道・東北、関東、北陸信越・中部、近畿、中国・四国、九州・沖縄の6ブロックに拡大する方向で検討しているほか、GoToトラベル・キャンペーンの再開時期を探るなど、需要喚起を促す構えである。

一方で、ウクライナ情勢の行方は日本のみならず、世界経済の先行きにとって大きなリスク要因として立ちはだかっている。インフレ加速が続く欧米諸国では利上げや量的緩和の縮小など、金融政策の正常化に着手しているが、一次産品価格が一段と上昇すれば、金融引締めペースやその度合いが強まり、世界経済の腰折れリスクを高めかねない。

当総研では、1～3月期の経済成長率を前期比年率▲1.9%と2四半期ぶりのマイナスとする一方、4～6月期には同5.4%とリバウンドがみられ、その後もしばらく持ち直しが続くと予測

している。ただし、物価高による家計の実質所得の目減りも想定され、消費のリバウンド力は当初の想定よりも緩慢になると思われる。さらに、22年度上期にかけて東日本を中心に電力需給の逼迫が顕在化する可能性もあるなど、供給制約が意識される点にも注意が必要だ。また、ウクライナ戦争やそれに伴うロシア制裁（とそれに対するロシア側の報復）など、先行きの不透明感が高い状態が続くことになるだろう（詳細は後掲レポート「2022～23年度改訂経済見通し」を参照）。



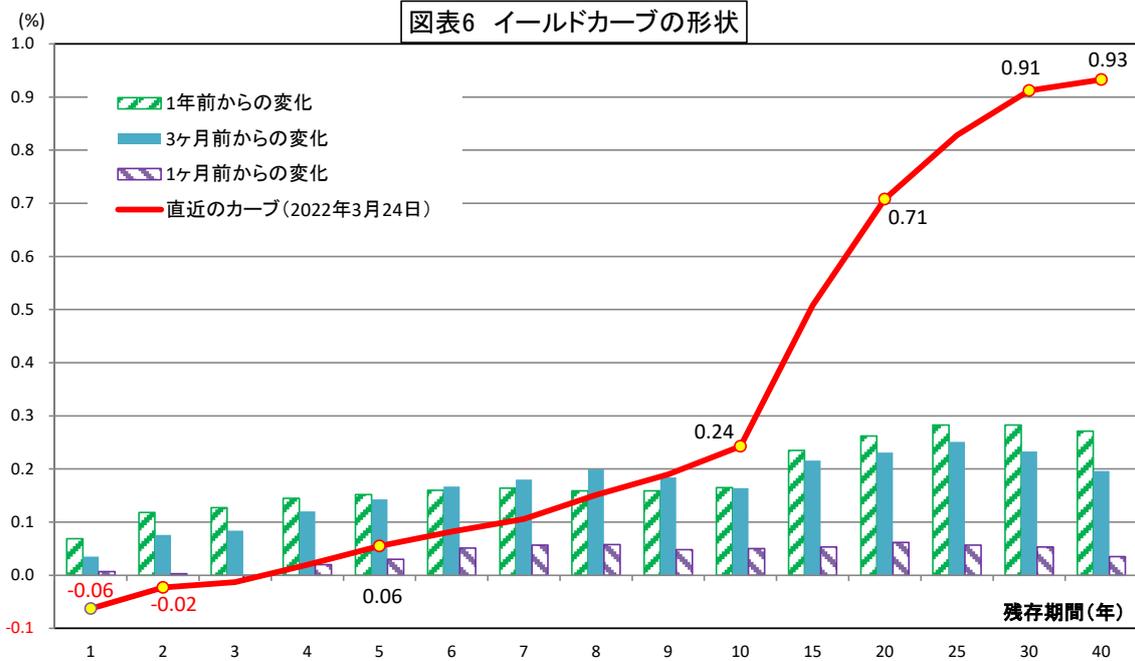
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価見通し：4月以降は2%前後まで一気に高まる

2月の全国消費者物価指数統計によれば、「生鮮食品を除く総合（コアCPI）」は前年比0.6%（6ヶ月連続のプラス）と、一旦鈍化した1月（同0.2%）から再び上昇率を高めた。コロナ禍の影響が出始めた20年2月以来の「高い」伸びである。一方、物価のベース部分を見る際に用いられる「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同▲1.0%と、マイナス幅が小幅縮小したものの、11ヶ月連続の下落であった。エネルギーや加工食料、日用品などで値上げの動きが強まりつつあるものの、需要回復の勢いは鈍く、コスト上昇分を消費財・サービスに転嫁する動きは依然低調である。

しかし、ウクライナ情勢を受けて国際商品市況は一段と高騰したほか、4月以降は携帯電話通信料のマイナス寄与が解消に向かう（4月は物価上昇率を+1ポイント程度押し上げるとみら

れる) ことから、22 年度入り後にはコア CPI は一気に 2% 前後まで高まる。さらに値上げの動きが本格化すれば 2% 超の期間がしばらく続く可能性がある。一方で、賃金上昇を伴わない形での物価上昇によって家計の実質購買力は低下し、消費回復の勢いを削ぐことも懸念される。



(資料)財務省資料より作成

金融政策：黒田総裁は大規模金融緩和の継続を繰り返し表明

インフレが加速している欧米各国の中央銀行では金融政策の正常化を始める動きが散見される。一方、上述の通り、1% 弱の物価上昇にとどまっている日本銀行は大規模な金融緩和を継続する方針を崩していない。実際、3月17~18日に開催された日銀の金融政策決定会合では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続が決定された。ただし、CP等、社債等の買入れに関しては、4月以降、コロナ前の買入れ方針に戻ることとなっている(3月末までは合計約20兆円の残高を上限、4月以降はそれぞれ約2兆円、約3兆円の残高を上限)。

黒田総裁は、現状のようなコストプッシュ型のインフレは持続性がなく、むしろ家計の実質所得の減少や企業収益の悪化を通じて、日本経済に悪影響を与え、持続的・安定的な物価上昇を目指して現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが適当との見解を繰り返している。また、円安が日本経済に与える影響についても、全体としてはプラスになるという基本的な構図は変わっていない、としている。

金融市場：現状・見通し・注目点

長期金利は一時誘導目標の上限に迫る

長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

しかし、金融市場の一部では、円安の進行次第では日銀も海外中銀に追随して政策正常化を開始する、といった観測が燻り続けているのも確かであり、年初来、イールドカーブは全般的に上方シフトした状態が続いている。

上述の通り、新年度入り後は消費者物価上昇率が2%前後まで一気に上昇し、その状態がしばらく続く可能性が高い。さらに、年度下期にはポスト黒田を巡る思惑が浮上し、正常化を前提としたイールドカーブ形成も予想されるなど、相場が乱高下しやすくなると思われる。こうした動きに日銀がどのように対応するのか注目される。

欧米諸国では想定以上のペースでインフレが加速、金融政策の正常化が急ピッチで進む可能性が浮上し、金利上昇圧力が発生している。また、ウクライナ戦争とそれに伴うロシアへの経済制裁（及びそれに対する報復措置）などもマーケットの材料となった。開戦当初はリスクオフが強まったが、停戦に向けて一定の進展がみられたとの報道が好感され、3月下旬にかけては株価が持ち直す場面も見られた。こうした中、為替レートは日本円が全面安の展開となっている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

22年入り後、米国の利上げ開始が現実味を帯びてきたほか、その後利上げも想定以上に速いペースになることが意識されて上昇した米国長期金利につられる格好で国内長期金利（新発10年物国債利回り）は上昇傾向を強めた。2月上旬には日銀の金融政策も正常化に向けて動くとの観測が浮上、誘導目標の上限である0.25%に迫ったため、日銀は「指値オペ」を通告、更なる上昇を抑制する姿勢を明確にした。その後、ウクライナ情勢の緊迫化を受けたリスクオフで一旦は0.13%まで低下したものの、3月に入ると米国長期金利の上昇圧力が再び強まり、足元の国内金利は0.2%台まで上昇している。

日銀の方針によって10年ゾーンの金利については当面ゼロ%近傍（0%±0.25%）で推移するように操作されるとみられ、そのレンジを外れるような動きは想定しない。基本的に小幅プラス圏での推移が続くとみるが、世界的なインフレ動向と各国中銀の対応、ウクライナ戦争の行方に影響を受ける動きが

続くだろう。



下押し材料は多いが、足元は円安が株価を支える展開に

米国の金利先高観から円安が進行

② 株式市場

22年の年明け直後、日経平均株価は一時29,388円台まで上昇する場面もあったが、オミクロン株による加速度的な感染拡大、さらにはインフレ加速に直面する米国の金融政策の正常化が想定よりペースアップするとの警戒が広がったほか、2月以降はウクライナ情勢が緊迫化、原油などが急騰したことから、3月上旬にかけて続落、一時1年4ヶ月ぶりとなる24,000円台まで下落した。その後、アラブ首長国連邦(UAE)が原油増産を支持する意向を示したことで、原油価格が一旦急落したほか、円安傾向が強まったこともあり、株価は持ち直しに転じ、直近は28,000円台を回復した。

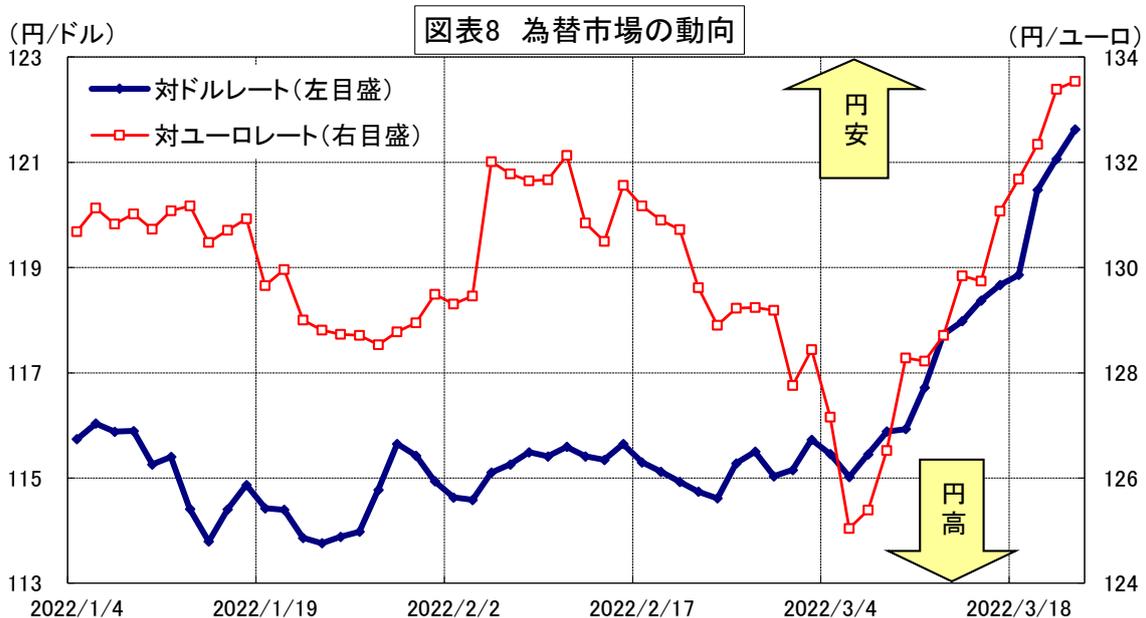
先行きは、ウクライナ戦争の展開に加え、それが内外の経済動向やインフレや利上げなどに与える影響を見極める展開になると思われる。3月に見られた株価の戻りがこのまま続くことは想定できず、再び調整色が強まることも十分あり得るだろう。一方で新型コロナの国内経済・企業活動への影響は徐々に弱まっていくとみられることから、年後半に向けて株価は徐々に持ち直していくと予想する。

③ 外国為替市場

米国のインフレ加速や高インフレの長期化見通し、それを受けた米国金融政策の正常化の思惑により、21年入り後のドル円

レートは概ね円安基調が続いた。22年の年明け後はしばらく1ドル=115円前後でもみ合いが続いたが、ロシアによるウクライナ軍事侵攻を受けた一次産品価格の急騰、日米間の金融政策の方向性の違いが明確になったことから、3月入り後は円安ドル高が進み、直近は6年3ヶ月ぶりの122円台となった。

先行きについては、基本的に日米金利差が拡大していくとの見通しであること、行動制限の撤廃などが進む米国の景況感が日本よりも強いことなどを踏まえると、引き続き、円安ドル高気味の展開が予想される。なお、ウクライナ戦争の展開次第では不規則な動きが強まる場面もあるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

対ユーロレートは引き続き乱高下しやすい展開と予想

対ユーロレートは、22年入り当初は1ユーロ=130円前後での展開であったが、2月に入るとユーロ圏のインフレ高止まり観測から年内利上げ予想が浮上、一時132円台までユーロ高が進行した。その後、ウクライナ情勢の緊迫化や開戦を受けて一旦は124円台まで円高が進んだものの、欧州中央銀行の政策正常化が意識されたほか、停戦への期待も加わり、直近は133円台まで急速に円安ユーロ高が進行した。

しばらくはウクライナ戦争の行方と金融政策の正常化の思惑に左右される展開が予想されるが、欧州はエネルギー問題を抱えていることもあり、一方的にユーロ高が進行する可能性は小さいと思われる。

(22.3.24 現在)