

【みずほレポート】

ウクライナ情勢が各国経済に与える影響をどうみるか

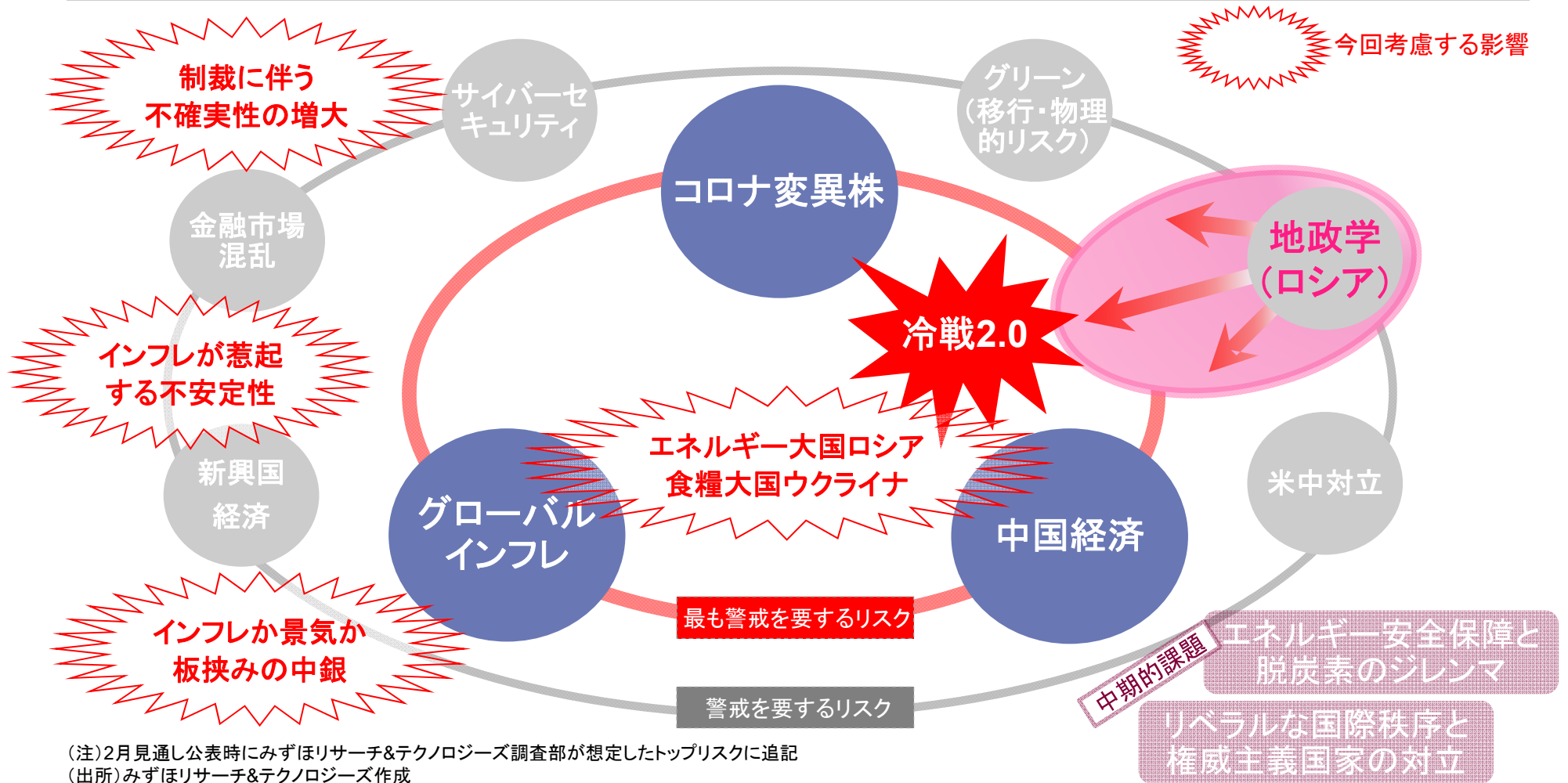
2022.3.18

みずほリサーチ&テクノロジーズ

世界観:ウクライナ侵攻であらたに認識された冷戦2.0のリスク

- ロシアによるウクライナ侵攻はトップリスクの多くに関連・波及
 - 中国発と異なるのはロシア・ウクライナが資源・食糧大国であること⇒世界経済に顕著なインフレリスク

2022年のトップリスクの概念図 改訂版



<本稿のポイント>

①ロシアのウクライナ侵攻が世界経済に影響を及ぼす経路は？

- ◆ 資源大国間の紛争で着目すべきは資源価格の上昇と資源供給制約の有無
- ◆ ロシアからの資源供給が継続するか否か(供給制約の有無)がポイント
- ◆ 在庫や代替調達手段を踏まえると、ロシアの供給停止に伴うリスクが大きいのは天然ガス

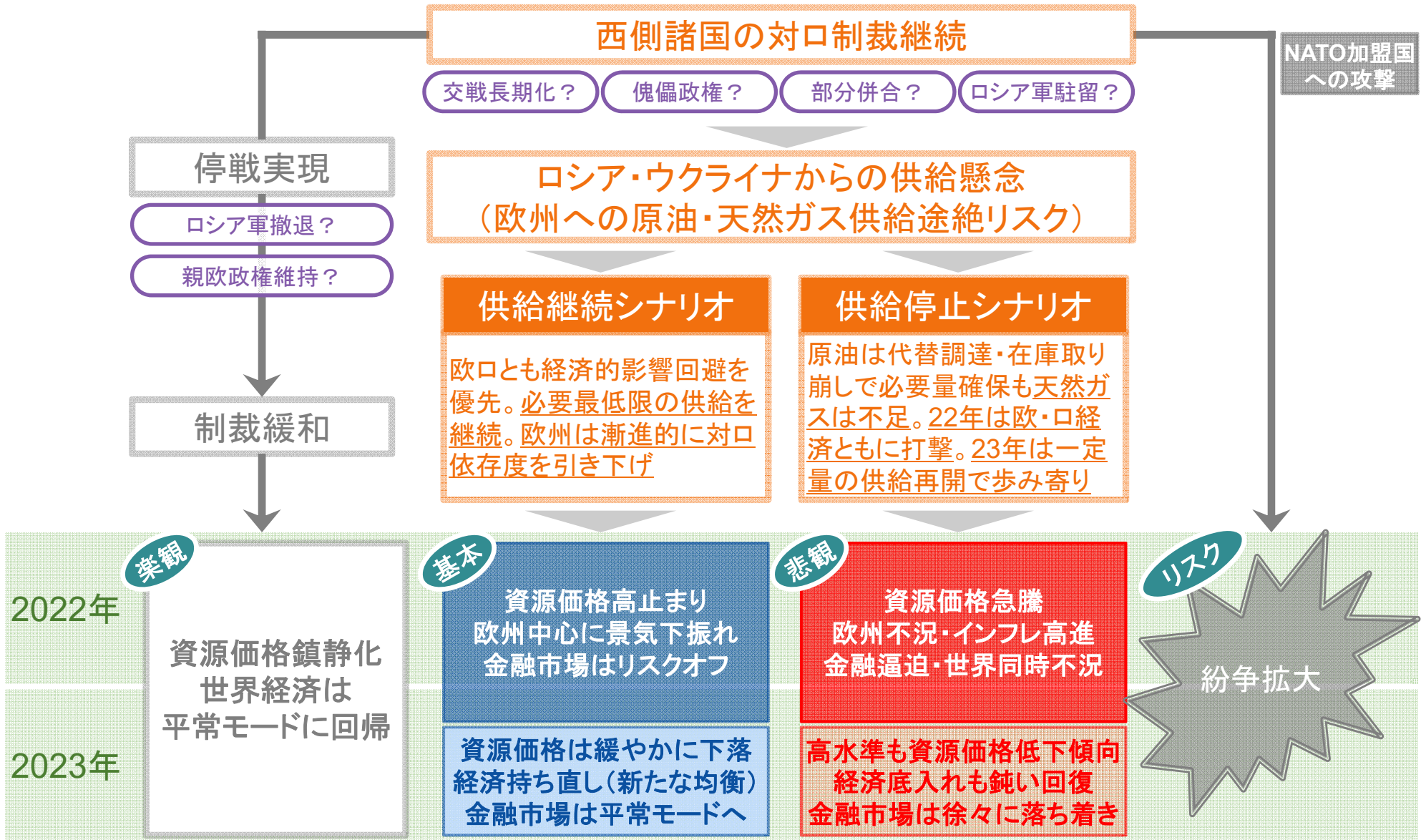
②ウクライナ侵攻の影響はどれくらい続くとみるか？

- ◆ ロシア・ウクライナ双方の議論が平行線となり、影響が長期化するリスクあり
- ◆ 欧州・ロシアの双方にとって供給停止のコストは大。一定程度の供給継続が基本シナリオ
- ◆ ロシアから欧州への天然ガス供給が停止した場合、欧州は冬場の経済活動維持が困難に。
ロシア経済の疲弊も顕著で2023年には双方で妥協を探ると想定(2023年春には供給再開)

③ウクライナ侵攻が主要国・地域経済に及ぼす影響の大きさは？

- ◆ 非資源国の日本・大陸欧州は景気下押しが大。中国は輸出伸び悩みから小幅減速、5%を下回る成長に。資源国である米国への影響は限定的で世界経済の拡大基調は継続
- ◆ 天然ガスの供給が停止した場合は、金融市場の混乱で米国も景気下押し幅が拡大。
世界同時不況の様相も

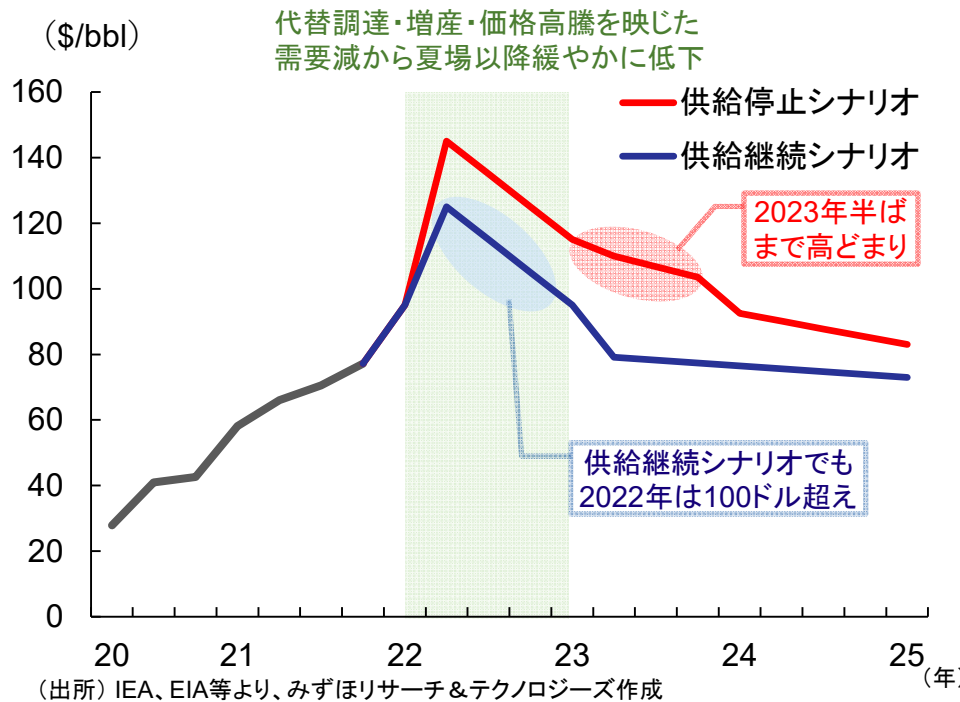
エネルギー供給継続が基本シナリオ。供給停止の場合、継続期間は最長1年を想定



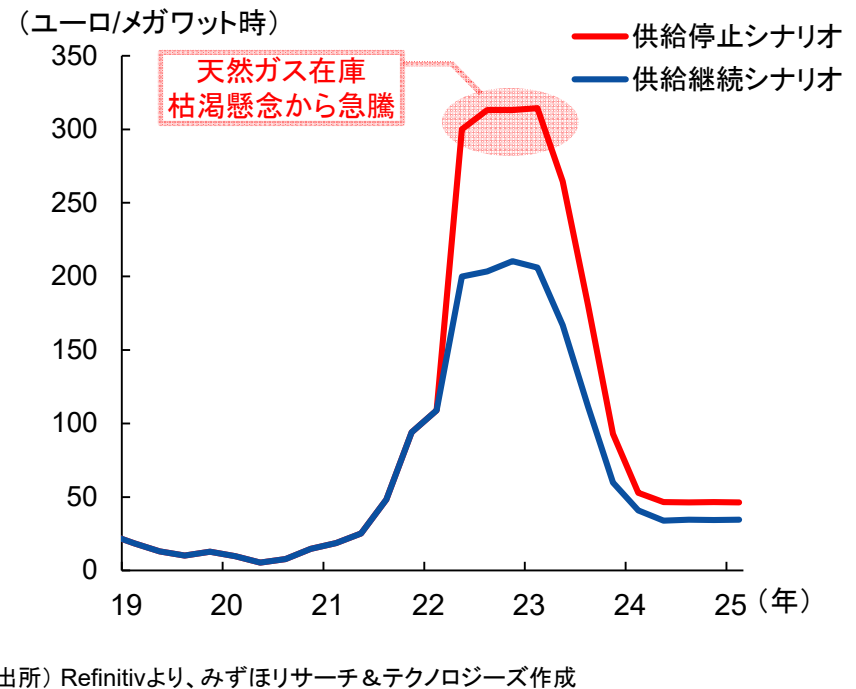
2022年は原油100ドル超、ガスも過去最高値水準。2023年にかけて徐々に低下

- 原油価格はグローバルな石油需給タイト化により高騰。供給継続シナリオでも2022年平均100ドル/bbl超えの可能性
 - 供給継続シナリオは、欧米各国や企業の調達削減(ロシア輸出の約4割)を想定。ピークで120ドル/bbl台まで高騰
 - 供給停止シナリオは、非友好国向けの輸出はく落(ロシア輸出の約8割)を想定。ピークで140ドル/bbl台まで高騰
- 天然ガスは供給継続を見込む場合でも在庫積み上げ局面に入る春先まで価格高止まり(200ユーロ/メガワット時)
 - 一方、供給停止の場合は初冬(22年11月～)に欧州在庫が払底。天然ガス価格は300ユーロ/メガワット時に高騰
 - 経済的打撃を受けた欧米双方の譲歩で供給が再開される2023年春まで最高値圏が継続

原油価格想定



天然ガス価格想定



資源大国間の紛争で着目すべきは資源価格の上昇と資源供給制約の有無

- 経済的視点でみると、ロシアは資源大国。製造・金融大国ではない(経済規模も大きくない)⇒**留意すべきは資源を通じた影響**
- 波及経路は①価格面と②数量
 - **価格面は高シェア品目全般で発生**。インフレ圧力の高まりを通じて消費を下押し
 - **数量面は天然ガスで供給制約による経済活動への影響を懸念**

経済的視点でみたロシアの位置づけ

	ロシアの位置づけ
資源	<ul style="list-style-type: none"> 原油 3位(シェア12%) 天然ガス2位(同17%) 小麦2位(同18%) パラジウム1位(同43%)
製造	<ul style="list-style-type: none"> 製造業競争力指数32位
金融	<ul style="list-style-type: none"> 通貨取引高17位(RUB) (シェア0.5%)
経済規模	<ul style="list-style-type: none"> 名目GDP 11位(シェア1.7%) 一人当たり名目GDP 64位

(注)シェアは世界シェア

(出所) BP、Deloitte、BIS、IMFよりみずほりサーチ&テクノロジーズ作成

資源国特有の波及経路の種類、対象品目、その理由

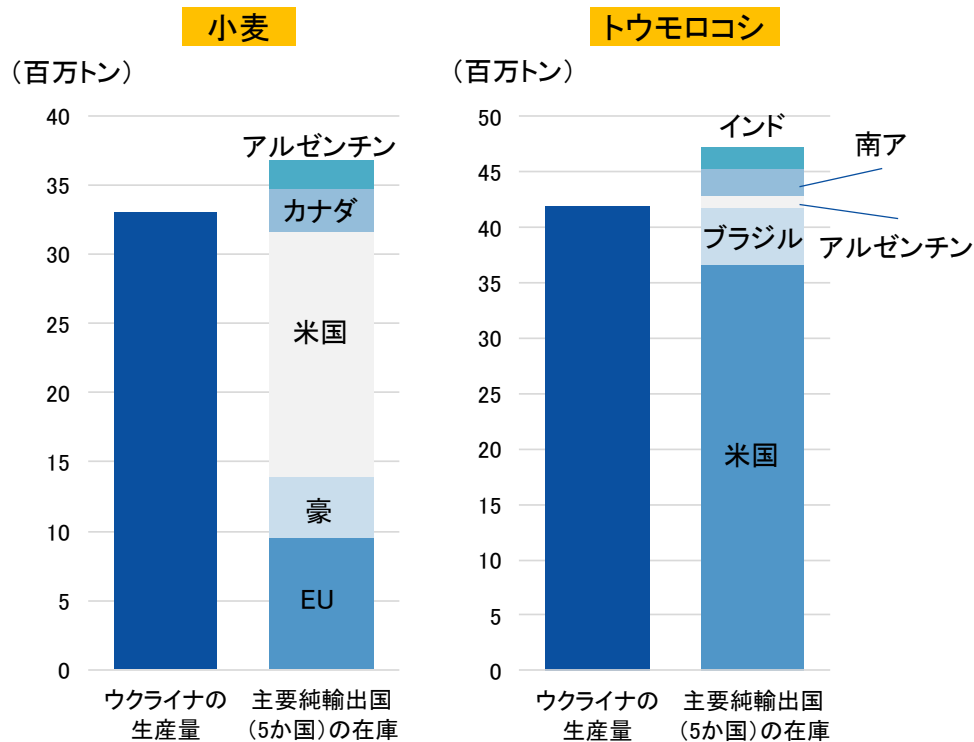
波及	対象品目	理由
価格面	高シェア品目全般	<ul style="list-style-type: none"> ● 高シェア品目の輸出制限でグローバル需給がひっ迫すれば価格は総じて上昇 ● 取引金額の大きい品目ほど波及影響大(原油・天然ガス・小麦)
数量面	天然ガス	<ul style="list-style-type: none"> ● ①貯蔵が困難(天然ガスは気体で大容量設備or超低温での液体保管が必要)、②可搬性が低い(天然ガスはパイプラインor LNG船も専用設備要)、③代替調達が限定的などから供給制約が生じるリスク大 ● 原油・小麦はシェア高いが、貯蔵が容易で(在庫も豊富)、可搬性も高い(常温でタンカー・トラック輸送)

(出所) みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

ウクライナの食糧生産喪失でも輸出国在庫でカバー。ただし、価格高騰の可能性

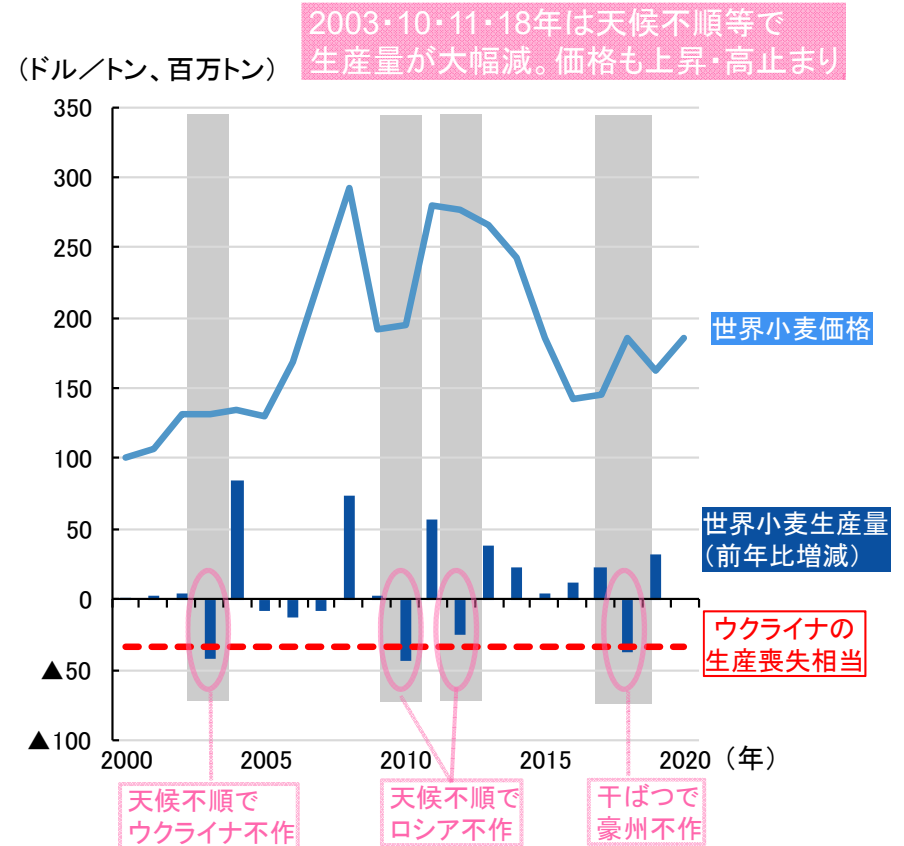
- ウクライナは小麦、トウモロコシの主要生産国。ロシアのウクライナ侵攻によって、ウクライナは例年通りに主要穀物を生産・輸出できない事態。しかし、ウクライナが生産が喪失した場合でも、主要純輸出国(除くロシア)の在庫でカバー
- なお、穀物在庫の地域的ばらつきや市場の思惑により、穀物価格は上昇の可能性

ウクライナの穀物生産量と主要純輸出在庫



(注) 2021/2022年度の米国農務省予測(2022年3月)
 小麦の主要純輸出国=EU、オーストラリア、米国、カナダ、アルゼンチン
 トウモロコシの主要純輸出国=米国、ブラジル、アルゼンチン、南ア、インド
 (出所) 米国農務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

世界小麦価格と世界生産量(増減)の推移

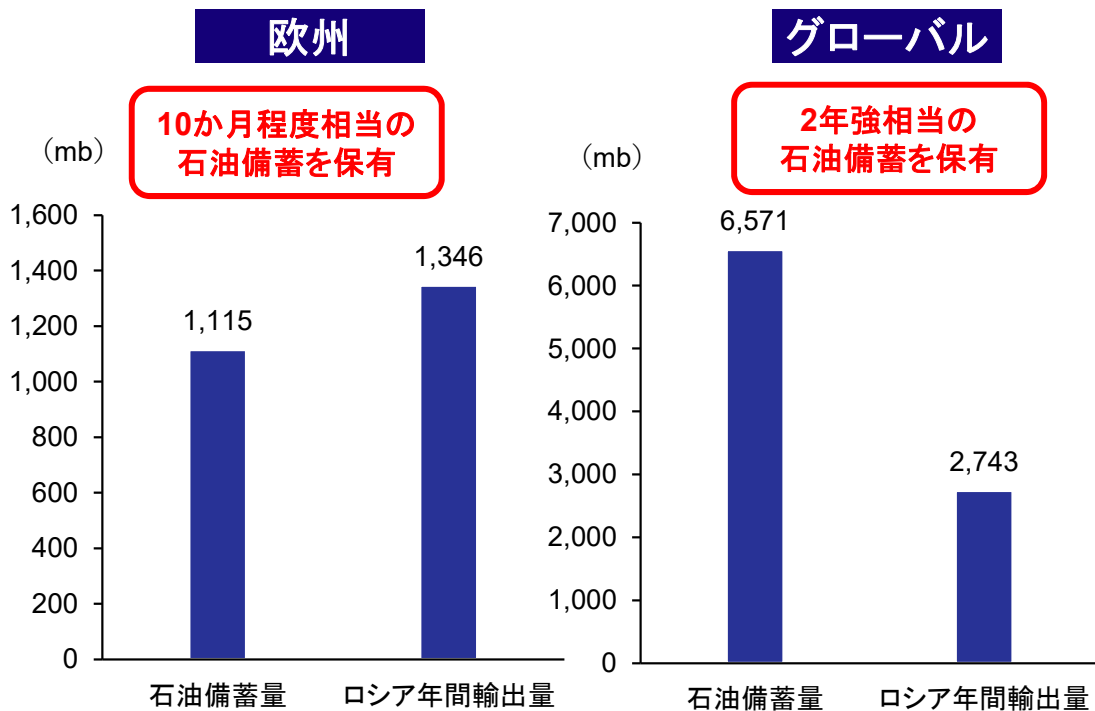


(出所) FAO、IMFほかより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

原油は高い備蓄水準と生産拡大余地がロシア供給停止の影響を減殺か

- 欧州の石油備蓄量は、**ロシアから欧州向けの輸出の約10カ月相当**。相応に高い備蓄水準を有すると評価できる
 - 世界全体では、ロシアの輸出対比で2年強の備蓄あり。石油の世界的な取引基盤を踏まえると、欧州が石油不足に陥っても各国の備蓄活用を通じて代替調達可能。さらに原油価格高騰が需要サイドにも抑制圧力
 - OPECプラスの生産拡大基調に加え、**米国においても高油価を背景とした生産拡大機運が高まる公算**

石油備蓄水準



(出所) EU統計局(Eurostat)等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

増産余地を有する主な国

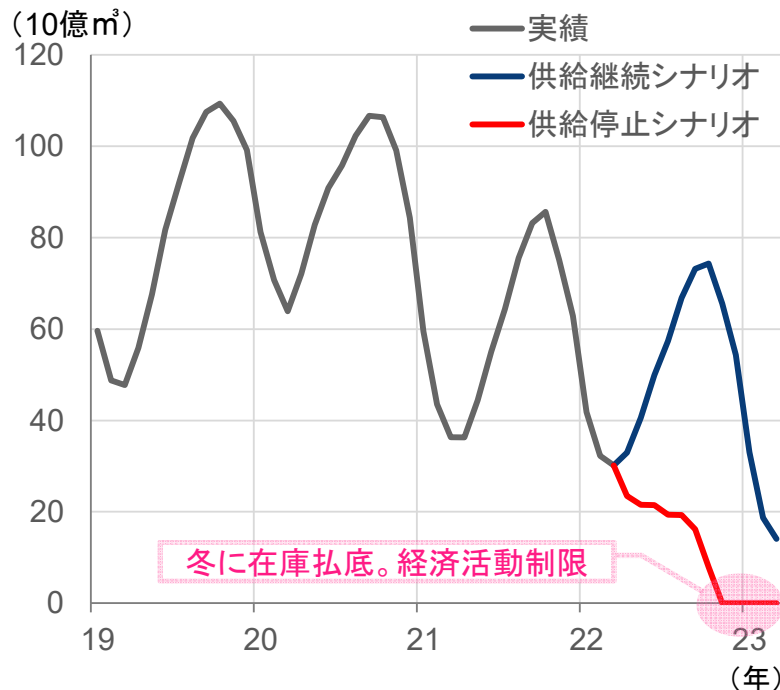
国	概要
OPEC	サウジアラビア+UAEで合計3mb/d程度の余剰生産能力あり
米国	足下、シェールオイルは増産基調。ただし、ペースは緩やか。バイデン政権によるE&P事業者に対する処遇改善や、投資家理解の醸成等により追加的な生産拡大余地も
イラン	米国が対イラン制裁を解除した場合は、イランの石油生産量は最大1.3mb/d増加する可能性
ベネズエラ	米国がベネズエラに対する石油関連制裁の緩和を検討との報道あり。制裁解除時にはベネズエラの石油生産量は0.4mb/d程度増加する可能性
(参考) 中国	中国がロシアから原油・石油製品を追加調達し、他国からの調達を抑える可能性あり。その場合、同余剰分を市場からEUが購入することが可能に

(出所) IEA、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

天然ガスは代替調達に余地乏しく、供給停止なら冬には欧州在庫が払底の可能性

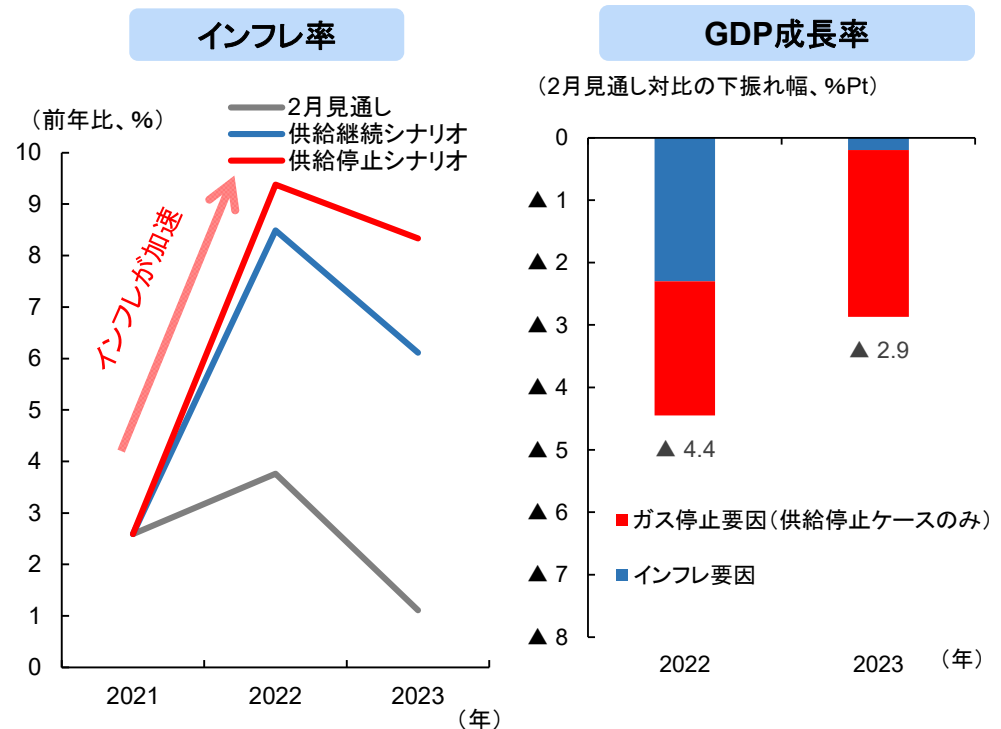
- 欧州のロシア産ガス依存度はおよそ4割。ドイツは6割超をロシアに頼る構造
 - 国際エネルギー機関(IEA)は代替調達や再生可能エネルギーの導入加速で、ロシア産ガス輸入量の3割を削減できると指摘するが、それを考慮しても供給停止シナリオでは冬には欧州の在庫が払底する可能性大
- ガス枯渇による企業活動制限とインフレ高進で欧州経済は2年連続のマイナス成長(2022年:▲0.3%・2023年▲0.3%)
 - ウクライナ侵攻前のみずほリサーチ&テクノロジーズ見通し対比で減少幅は2022年▲4.4%Pt、2023年▲2.9%Pt

EUの天然ガス在庫の推移



(注) EUは、AGSI+にデータがある18カ国の集計値
 (出所) Eurostat、AGSI+、BRUEGELより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

欧州：ユーロ圏インフレ率・実質GDP成長率見通し

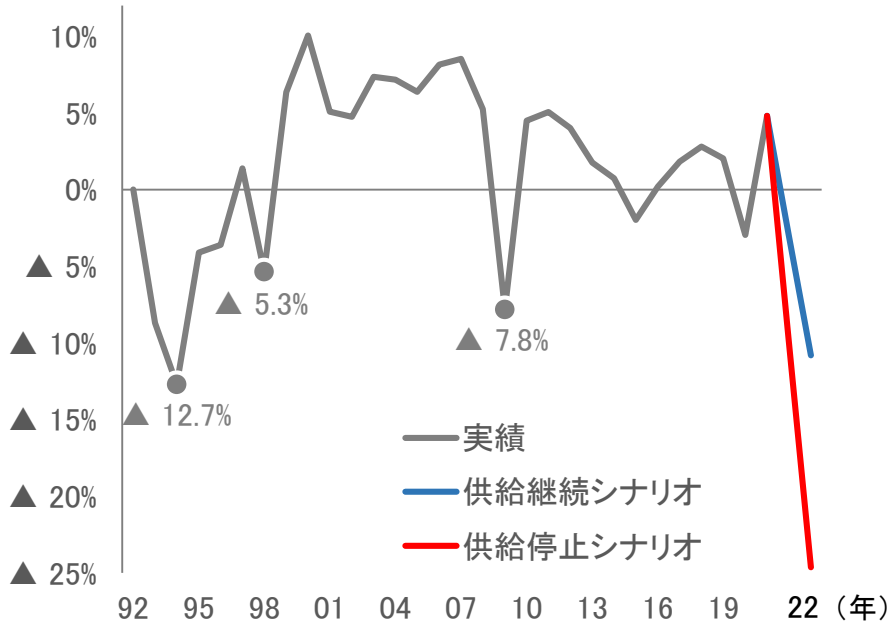


(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

供給停止はロシア経済にとっても大きな痛み。経済危機に現実味

- 2022年のロシア経済は供給継続シナリオで▲15%前後、供給停止シナリオで▲25%程度の大幅マイナス成長に
 - 対内直投急減、金利高、西側主要貿易相手国からの金融・貿易制裁により大幅減不可避。国内消費もルーブル安を通じたインフレ高進で購買力が大きく低下。景気悪化による失業者増、西側企業のサービス停止も消費を下押し
- インフレ高進・失業率上昇で国民生活の苦境は増大
 - 失業率とインフレ率の合計で国民の経済的な窮乏度を示すとされる悲惨指数は急上昇。プーチン大統領就任時(2000年)以来の危機的水準に。現在は盤石な政権基盤にも少なからず影響

ロシアの経済成長率



(注) 経済成長率は、それぞれ供給継続と供給停止の2パターンで推計。なお海外企業の生産・販売停止の影響は相当の幅を持ってみる必要がある点には留意が必要。
 (出所) World Bank、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

悲惨指数(インフレ率+失業率)



(注) 供給継続と供給停止の2パターンで推計
 (出所) CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考)パラジウムも対口輸入依存度が高く、一部産業で調達リスクが懸念

- ロシア・ウクライナの主要輸出産品は天然資源(石油・天然ガス・石炭・非鉄金属)・穀物だが、両国への輸入依存度・代替調達可能性を踏まえると、パラジウム調達への影響も懸念される
 - ーパラジウムの世界的な調達懸念による生産計画への影響(自動車、半導体)は相応にあるものと推察

グローバルサプライチェーン及び日本産業・企業への影響

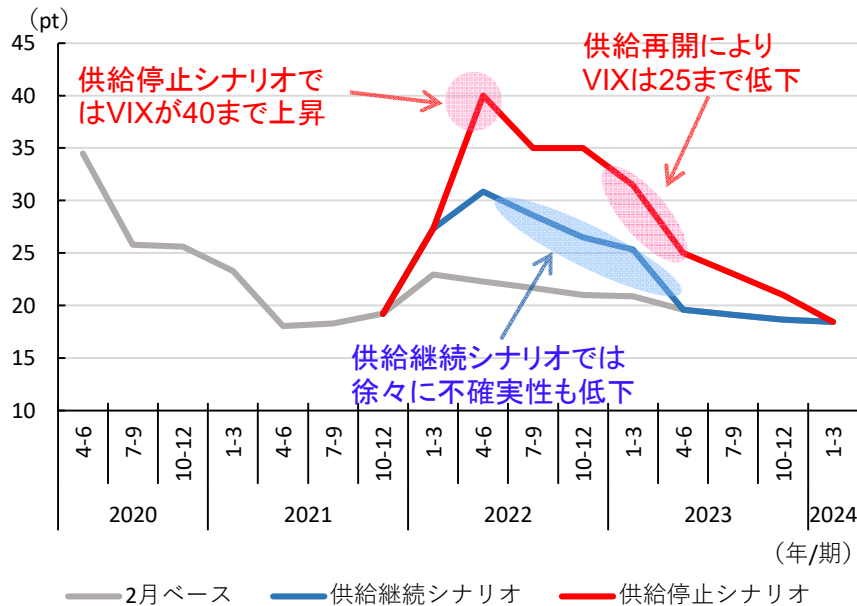
製品 ※用途	ロシアへの依存度	グローバルサプライチェーンへの影響	日本産業・企業への影響
<p>パラジウム</p> <p>※自動車排ガス浄化触媒、石油精製用触媒</p> <p>※メモリ、センサー</p>	<ul style="list-style-type: none"> 世界生産シェア43% ロシア輸入のシェア <ul style="list-style-type: none"> ✓ 日本 43% ✓ 米国 47% ✓ EU 34% 	<ul style="list-style-type: none"> 世界の自動車生産に影響を及ぼす懸念。他素材に代替するには設計変更や規格許認可再取得といったハードルがあると想定され時間を要する 半導体生産面では、他国からの調達も可能なことから、短期的に影響を与える可能性は小さい。むしろ、地政学リスクの高まりを受けて、更なる発注増が需給ひっ迫・単価上昇に拍車をかけることが懸念される 	<ul style="list-style-type: none"> 自動車産業に悪影響が及ぶ可能性。メーカー各社は影響を精査中 半導体メーカーでは、半導体生産における短期的・直接的な影響は小さい。一方、半導体製造装置メーカーでは、製造装置に搭載する半導体の調達がより難しくなる可能性あり

(出所) Global Trade Atlas(GTA)、USGSより、みずほ銀行産業調査部作成

金融市場で不確実性高まる。供給停止シナリオではコロナショックを上回る水準に

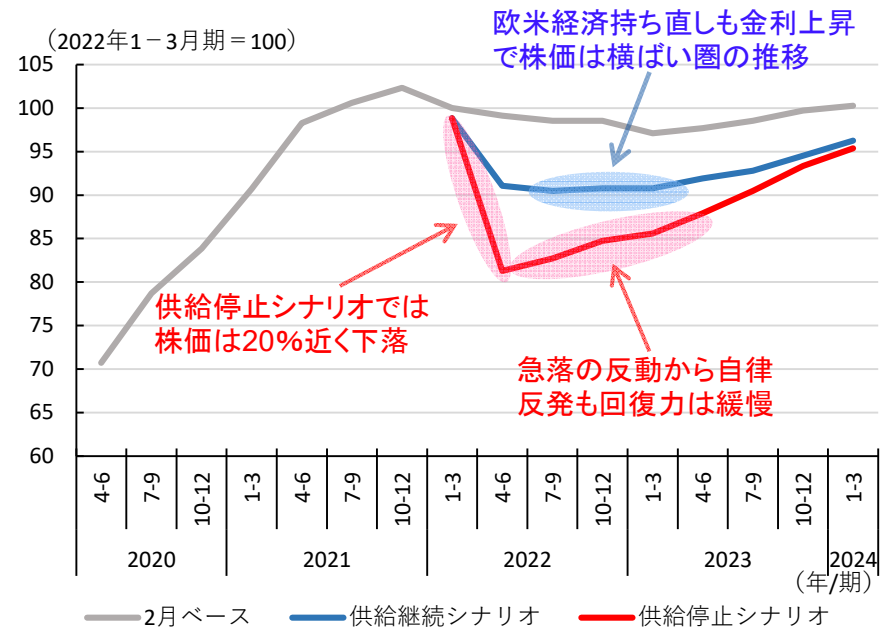
- 供給継続シナリオは金融市場の不確実性が高まるものの、その後は欧米経済の回復により徐々に低下
 - 金融市場の不確実性を示すS&P500ボラティリティ指数(VIX)でみると、警戒水準となる20を超え30程度まで上昇
 - 当該水準はコロナショック時の35程度を若干下回る水準。2023年以降は株式市場の低位安定でVIXは低下へ
- **供給停止シナリオは不確実性が一時的に急上昇**。その後、不確実性は低下も**2023年を通じ高めの不確実性が残存**
 - VIXは、40程度まで急上昇するも、リーマンショック時の50程度よりは低い水準
 - 2023年初めの供給再開で、VIXは25程度まで低下。ただし先行きに対する懸念から、2023年を通じやや高い水準

ボラティリティ(VIX)の想定パス



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国株式市場の想定パス



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

供給停止シナリオなら金融市場の混乱も相まって世界同時不況の様相に

- 供給継続シナリオでは欧州に加えて非資源国である日本の下押しが相対的に大
 - 供給停止シナリオでは金融環境タイト化(株下落・信用リスク拡大)で米国経済も急減速。世界同時不況の様相に
 - 日本の下押し幅が相対的に小さいのは、コロナ禍からの正常化が内需を押し上げるため(成長への寄与約3%Pt)

	GDP (2022年)(前年比、%) (上段は予測値、下段は2月時点見通し比)			インフレ率 (2022年)(前年比、%) (上段はヘッドライン、下段はコア)		
	日本	米国	欧州	日本	米国	欧州
供給継続シナリオ	2.6 (▲1.1)	2.9 (▲0.6)	2.1 (▲2.1)	1.9	5.2	8.7
				1.8	4.3	2.4
供給停止シナリオ	1.8 (▲1.9)	1.3 (▲2.2)	▲0.2 (▲4.4)	2.1	5.8	9.6
				2.0	4.5	2.5
参考 (RT2月見通し)	3.7	3.5	4.2	1.3	4.2	3.8
				1.2	4.0	2.0

(注) 1.日本は年度、欧米は暦年

2.インフレ率について、日本は上段はCPI、下段は生鮮食品を除くCPI。米国は上段はPCE、下段はコアPCE。欧州は上段はCPI、下段は食品・エネルギー除くコアCPI

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

波及影響：国別の波及影響評価（まとめ）

①米国 経済とインフレへの影響は？米利上げをどうみるか？

- 米国は資源国（原油・ガスともシェア1位）。貿易面からの景気下押し圧力は限定的
- 一方、資源価格高騰でインフレは一段と上振れ。当面利上げは継続。米金利上昇、ドル高
- ただし、供給停止ケースは不確実性が高まるため、2022年内は利上げ様子見

②新興国 経済への影響が大きい国は？デフォルトのリスクは？

- 主要新興国では一部アジア地域（ベトナム・インド・タイ・フィリピン）で下押し影響大。輸入価格の上昇（所得の流出）が消費を下押し。中国は価格統制もあり、影響は小さい
- 資金流出の動きは一部みられるも、アジア地域の外貨準備は潤沢。アジアでデフォルトリスクは小

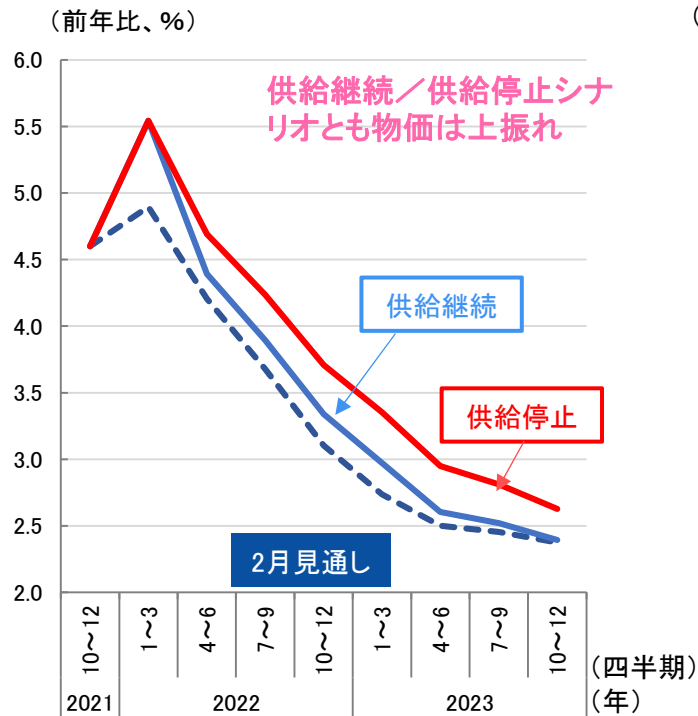
③日本 どの業種、どの所得階層で影響が大きいのか？

- 欧州経済を中心とした海外経済の減速が下押しに寄与。特に輸送機械への影響が大
- 資源価格の高騰は生産・運送コスト上昇により、幅広い業種で収益を下押し
- 資源価格の高騰は低所得者中心に消費を下押し。その場合、経済対策が実施される可能性も

①米国：供給継続では利上げ継続、供給停止では利上げペース鈍化

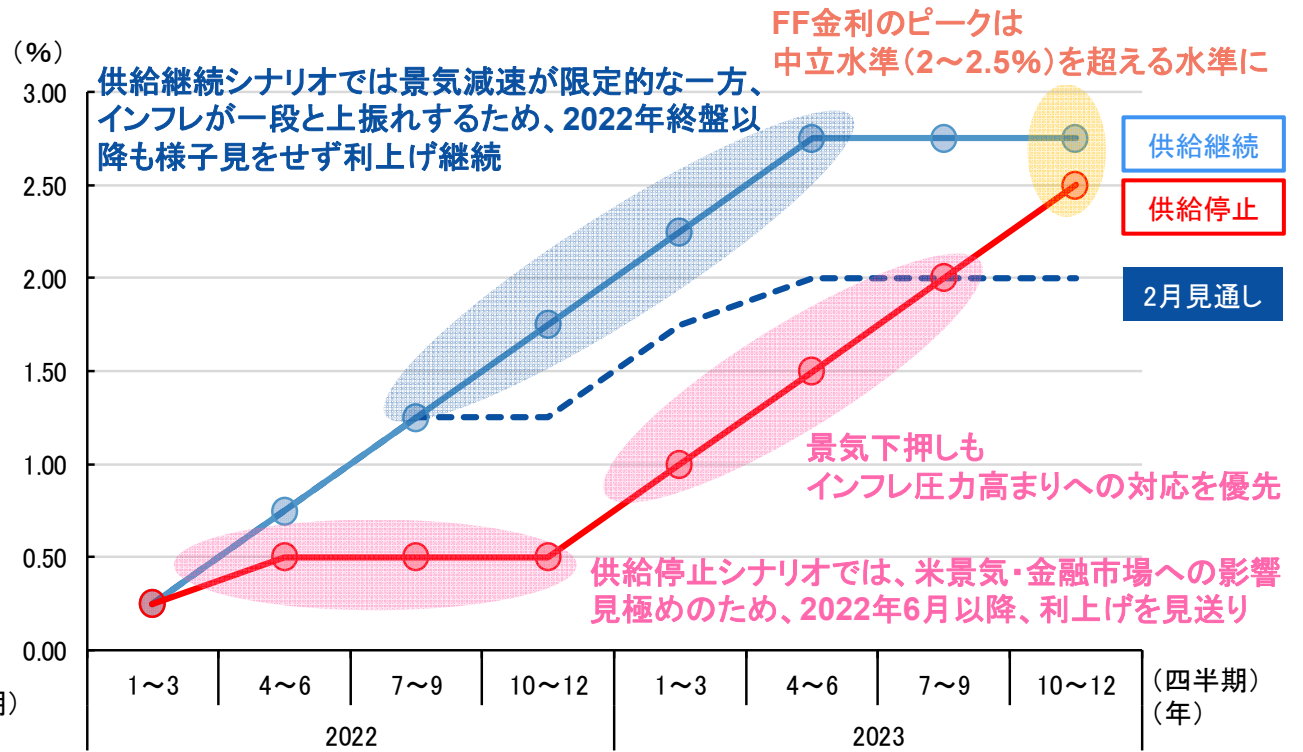
- 供給継続／供給停止シナリオとも成長率低下、インフレ率は上昇
 - 供給継続：米景気・金融市場への影響は限定的、FOMCはインフレ抑制に注力、連続利上げ
 - 供給停止：インフレはさらに上振れるも米景気・金融市場への影響見極めのため、2022年6月以降年内は様子見
- FF金利のピークはインフレ上振れを踏まえて、上方シフト(2.00%⇒2.75%)

米インフレ見通し



(注)コア個人消費支出(PCE)デフレーター
(出所)米商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米金融政策見通し

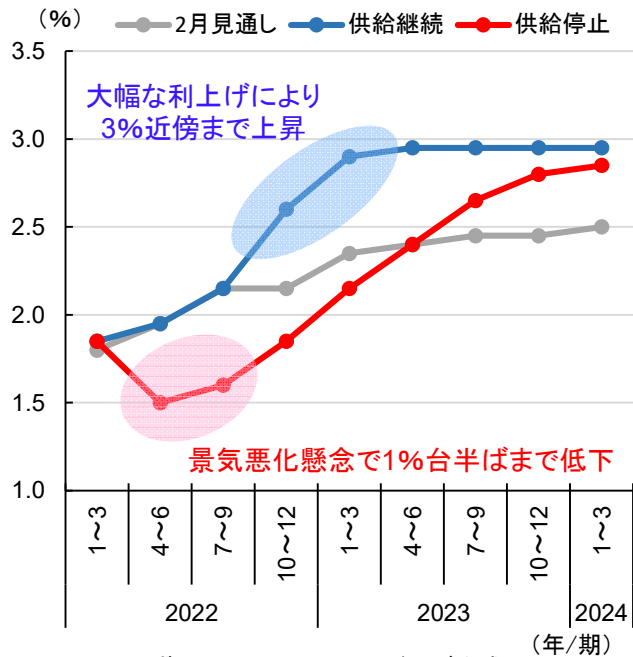


(注)FF金利誘導レンジの下限
(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

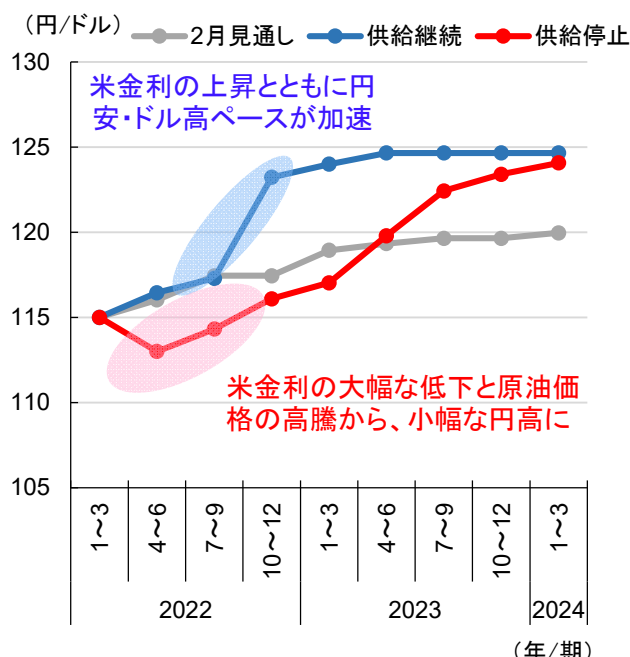
金融市場：米長期金利は2023年3%近傍へ、ドル円相場は円安・ドル高に

- 供給継続シナリオでの米長期金利は、高インフレ継続を受けた利上げにより2023年初には3%近傍まで上昇
 - 供給停止シナリオでは、景気悪化懸念から一時大幅低下。2022年終盤以降は利上げが織り込まれ上昇
- ドル円相場は、供給継続シナリオで円安・ドル高ペースが加速
 - 供給停止シナリオでは、米金利が大幅に低下する一方、原油価格高騰を背景に、小幅な円高にとどまる
- ユーロドル相場は、供給継続シナリオでは、米国の利上げによる米金利上昇を受け、ドル高圧力がかかると予想
 - 供給停止シナリオでは、2022年半ばに欧州経済活動の停滞から、ユーロ安が進行

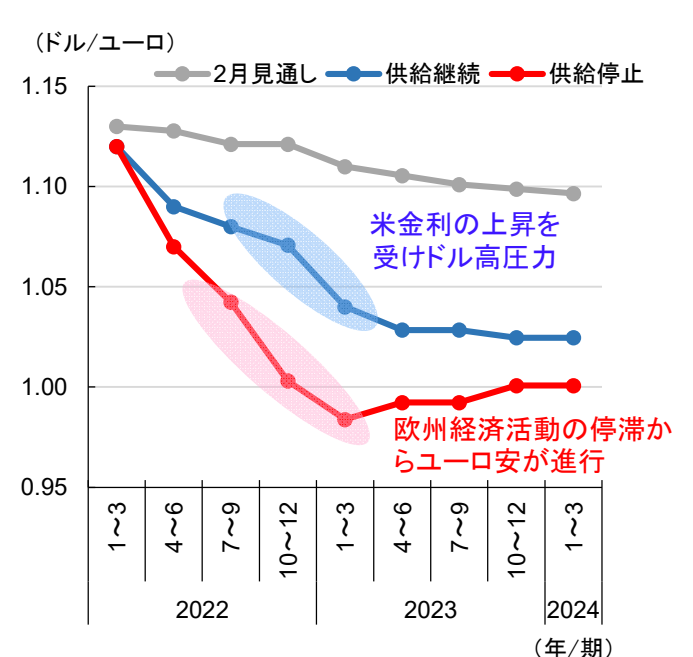
米10年国債利回りの想定パス



ドル円相場の想定パス



ユーロドル相場の想定パス

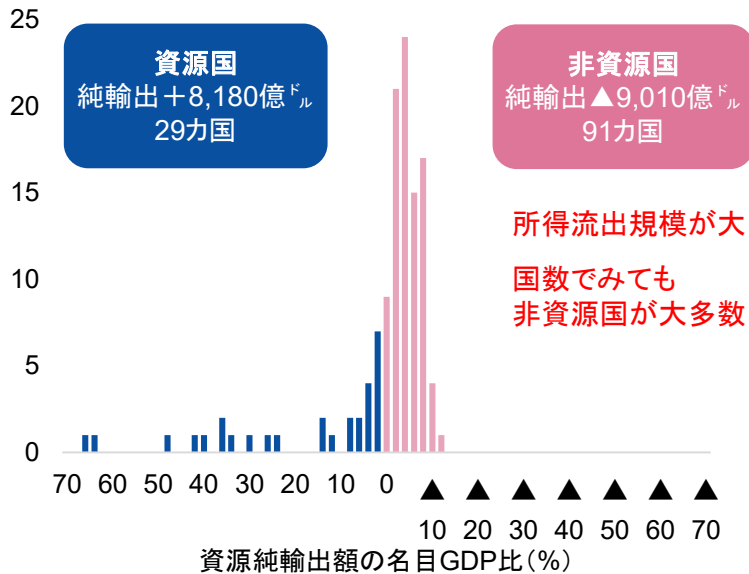


②新興国：非資源国の所得流出が大。インフレと貿易収支悪化が内需にダメージ

- 新興国全体では**非資源国からの所得流出規模が大**。資源高の恩恵はごく一部の国に集中
 - 資源国の純輸出総額は8,180億ドル、非資源国は▲9,010億ドル。国の分布をみても非資源国が大多数
- 消費に占める食品・エネルギー比率が高い**非資源国ではインフレと貿易収支悪化が重なり内需へのダメージが大**
 - ベトナム、インド、タイ、トルコ、フィリピンは消費に占める食品・エネルギー比率が高く、かつ資源の純輸入国
 - 中国も資源の純輸入国ながら、他の新興国対比では海外依存度は低

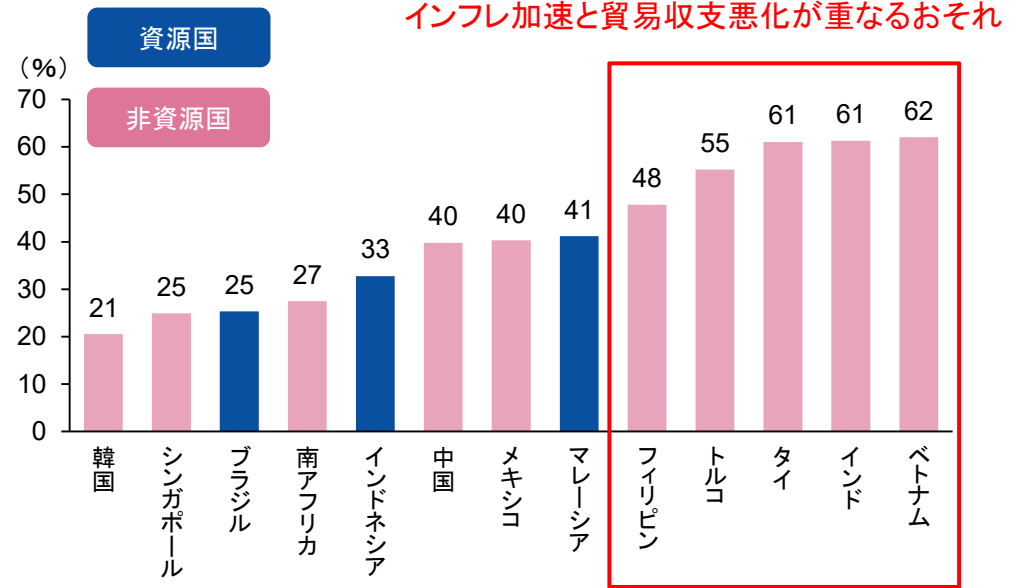
資源国・非資源国の分布数

(該当国数)



(注) 新興国はIMFのEMDEに対し、一部新興国(中国、NIEs、ASEAN5)を追加した120カ国。ロシアを除く資源貿易は、穀物(HS10~12類)・エネルギー(HS27類)の純輸出額(名目GDP比、%)。データは2018年時点
(出所) UN COMTRADE、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

消費者物価に占める食品・エネルギーのウェイト

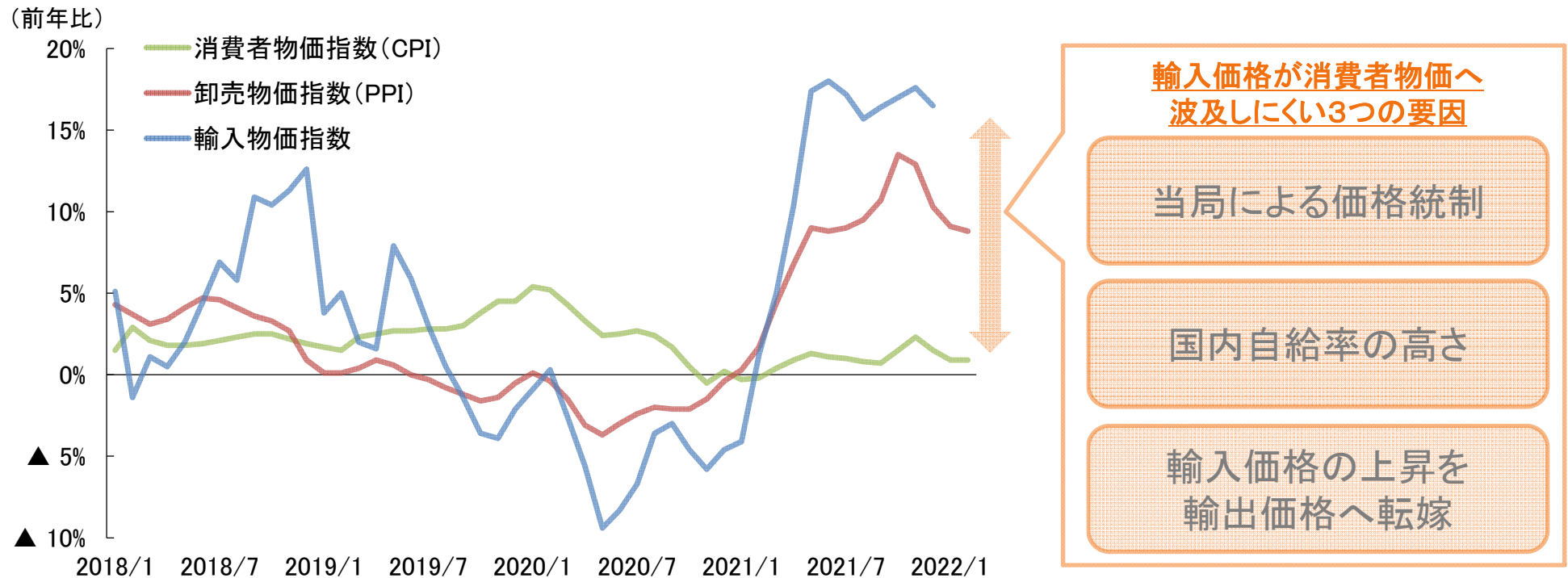


(注) CPIバスケットのうち、飲食料品、自動車燃料、電気・ガス料金のウェイトを合計したもの(一部のウェイトは大分類によるため、比率が高くなる点に留意)
(出所) CEIC data、UN COMTRADE、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考) 中国：国際商品市況の上昇による中国経済への影響は小

- 国際的な資源価格高騰の影響が懸念されるが、中国の景気下押し幅は他の新興国対比で限定的
 - 資源等の輸入商品価格の上昇が消費者物価指数(CPI)へ波及しにくい構造
 - エネルギー自給率は8割程度、穀物自給率は9割超と国外への依存は相対的に低いことが挙げられる
 - 価格調整や備蓄といった当局による価格統制メカニズムも要因

物価指標

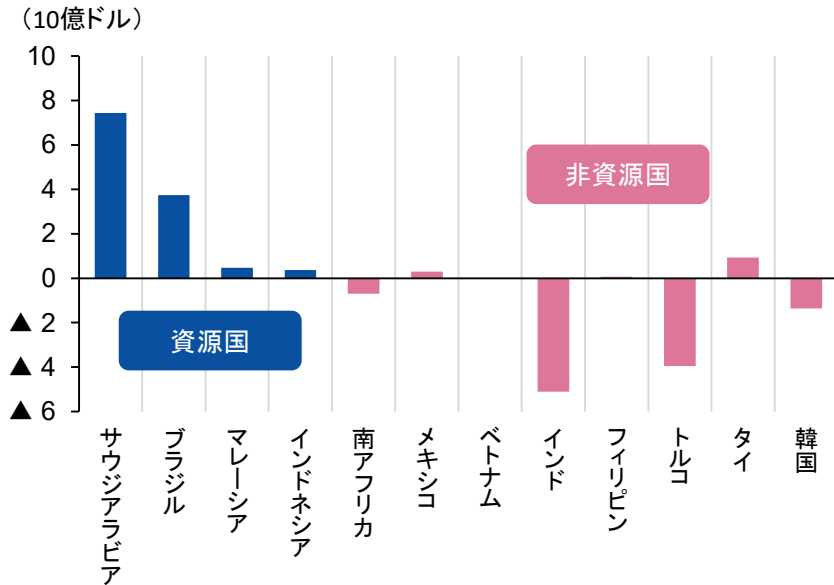


(出所) 国家統計局、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

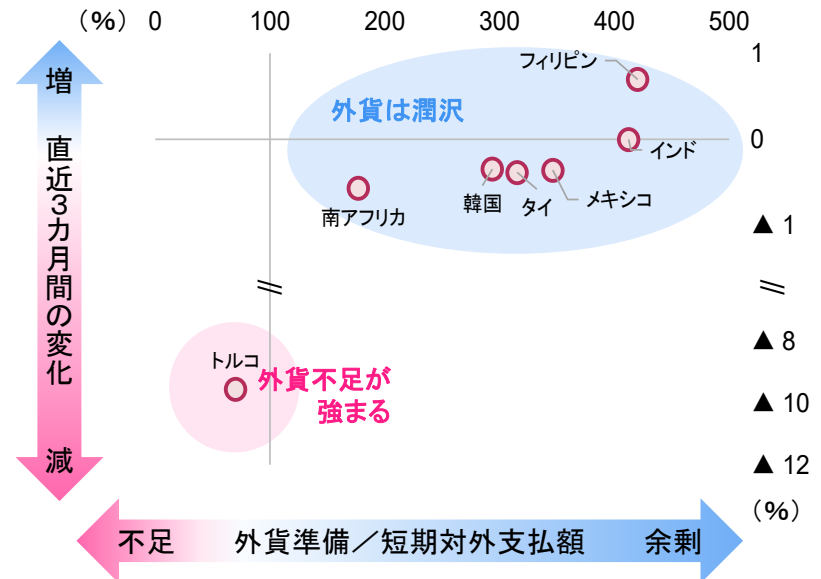
非資源国で資金が流出。対外デフォルト連鎖のリスクは低い、一部国は要注意

- リスクオフの動きが強まる中、主要新興国の中では非資源国を中心に資金流出圧力が高まる
 - ウクライナ情勢が緊迫化した2月20日以降の累積資金フローをみると、**非資源国を中心に資金流出が進む**
 - 産油国や農業国(ブラジル)は輸出拡大への期待が高まり、足元で資金は流入超
- 外貨準備は多くの非資源国で潤沢。**急激に資金流出圧力が高まった場合も、対外デフォルトが連鎖するリスクは低い**
 - インドは足元で資金流出圧力が高まっているものの外貨準備は潤沢
 - 一方、トルコは外貨不足体質が強まる状況。資金流出ショックへの耐性が低下している点に要注意

資金流出動向



非資源国の外貨準備: 余剰・不足感と足元の変化



(注) 2022年2月20日以降の資金フローの累積変化(3月8日まで)
 (出所) IIF(国際金融協会)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 外貨準備の変化は直近3カ月。水準感は短期対外支払必要額(短期対外債務+経常赤字)に対し、外貨準備の差額をとったもの(プラス:余剰、マイナス:不足)
 (出所) CEIC data、Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

③日本：欧州を中心とした海外経済の減速、交易条件の悪化が経済を下押し

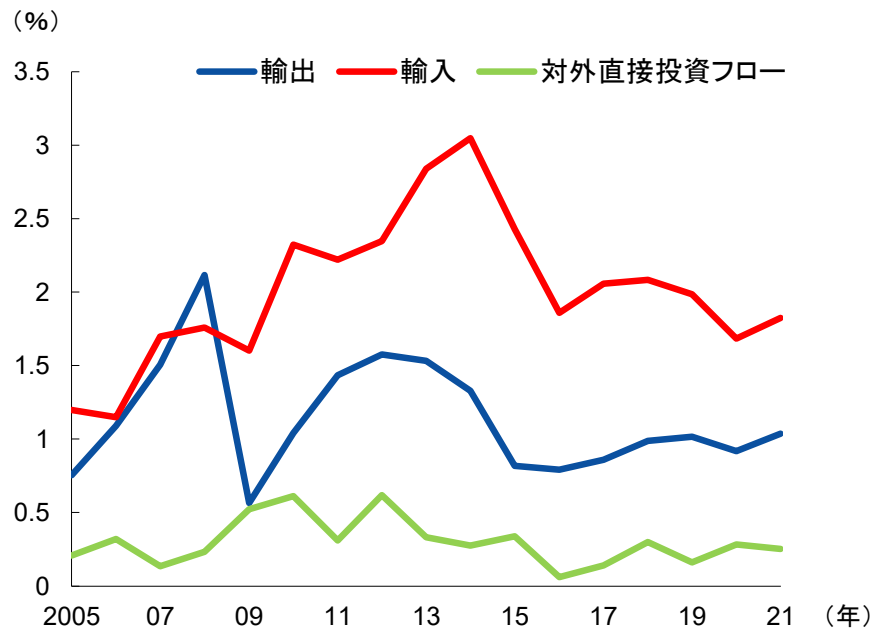
日本への波及経路	影響度	ポイント
対口貿易・投資の減少	小	<ul style="list-style-type: none"> ➤ ロシア向け貿易・直接投資が全体に占めるシェアは低位 ➤ ロシアとの貿易停滞による直接的なマクロ影響は限定的 ➤ <u>ロシア進出企業は戦略見直しを迫られる可能性</u>
海外経済減速	大	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 欧州を中心とした海外の景気減速は、主に輸出の減少を通じて日本経済に波及 ➤ <u>輸送用機械、電気・電子、設備機器などの輸出セクター及び、物流や商社などサービス産業に波及</u>
交易条件の悪化	大	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 輸入インフレで企業・家計の負担増(所得が海外流出) ➤ 企業では、生産・運送コスト上昇により<u>輸送機械、素材産業、エネルギー業種、運輸・郵便などで収益圧迫</u> ➤ 家計では、ガソリン・電気代や食料品等、生活必需品の価格上昇により、<u>低所得者を中心に消費を下押し</u>

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ロシア向け貿易・投資シェアは小さいが、ロシア進出企業には影響

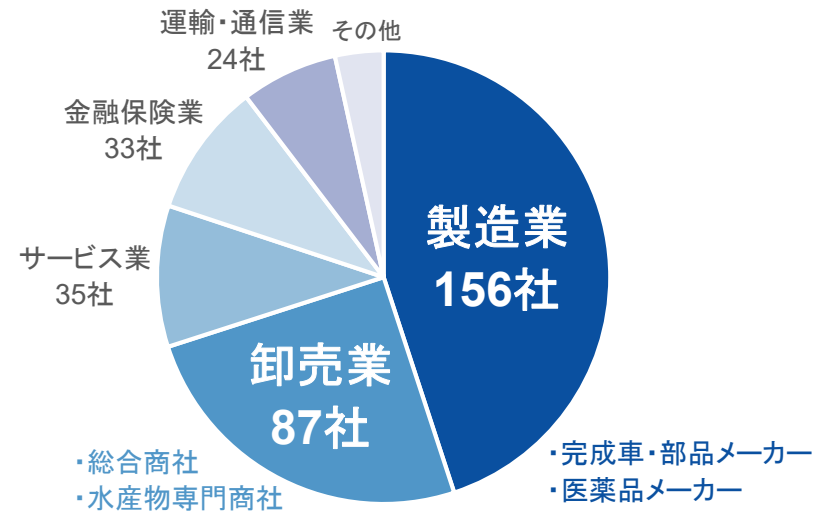
- ロシア向け貿易比率(1~2%)、直接投資比率(0.5%弱)は低位で推移。貿易停滞の直接的・マクロ的影響は限定的
- 個別企業では、ロシア進出企業は戦略の見直しを迫られる可能性
 - 進出企業の4割以上が製造業(完成車メーカー等)。そのほか、卸売業(総合商等)、サービス業(IT企業等)が進出
 - 日系自動車メーカーはロシア国内に15~20万台/年程度の生産能力を保有しており、物流の混乱等に伴う稼働停止が続いた場合は生産撤退の懸念も

輸出入・対外直接投資の対口比率



(出所) 財務省「貿易統計」、JETRO「直接投資統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ロシア進出企業・業種別件数

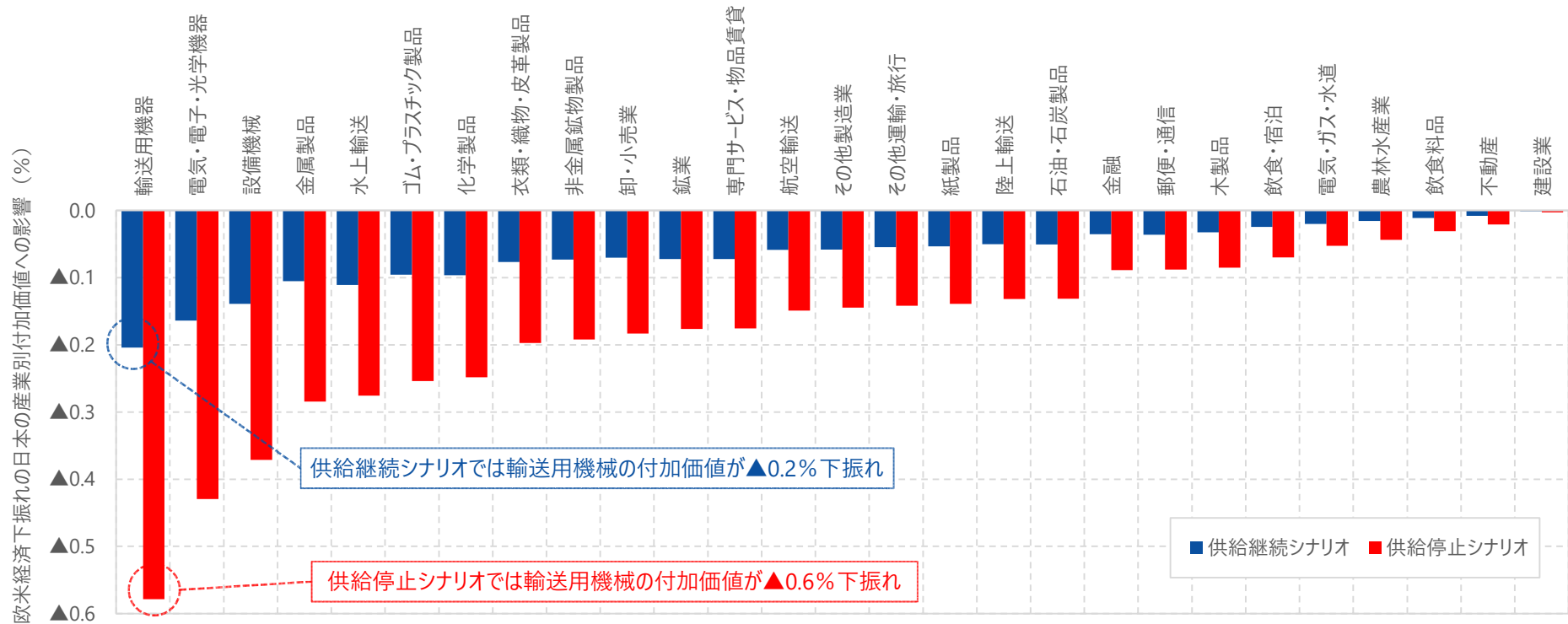


(出所) 帝国データバンク「日本企業の『ロシア進出』状況調査(2022年2月調査)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

欧米経済下振れは、主要輸出財に加え一部サービス産業にも波及

- **欧米経済下振れの影響が最も大きいのは輸送用機械、電気・電子、設備機器などの主要輸出財産業**
 - 輸送用機械の付加価値は供給継続シナリオで▲0.2%、供給停止シナリオで▲0.6%の下振れとなる計算
- サービス産業では水上・航空輸送、専門サービス、卸・小売業への影響が相対的に大きい
 - 貿易縮小による物流や商社への影響に加え、製造業の落ち込みが対事業所サービス等の専門サービスに影響

欧米経済の下振れによる日本の産業への影響(付加価値減少率)



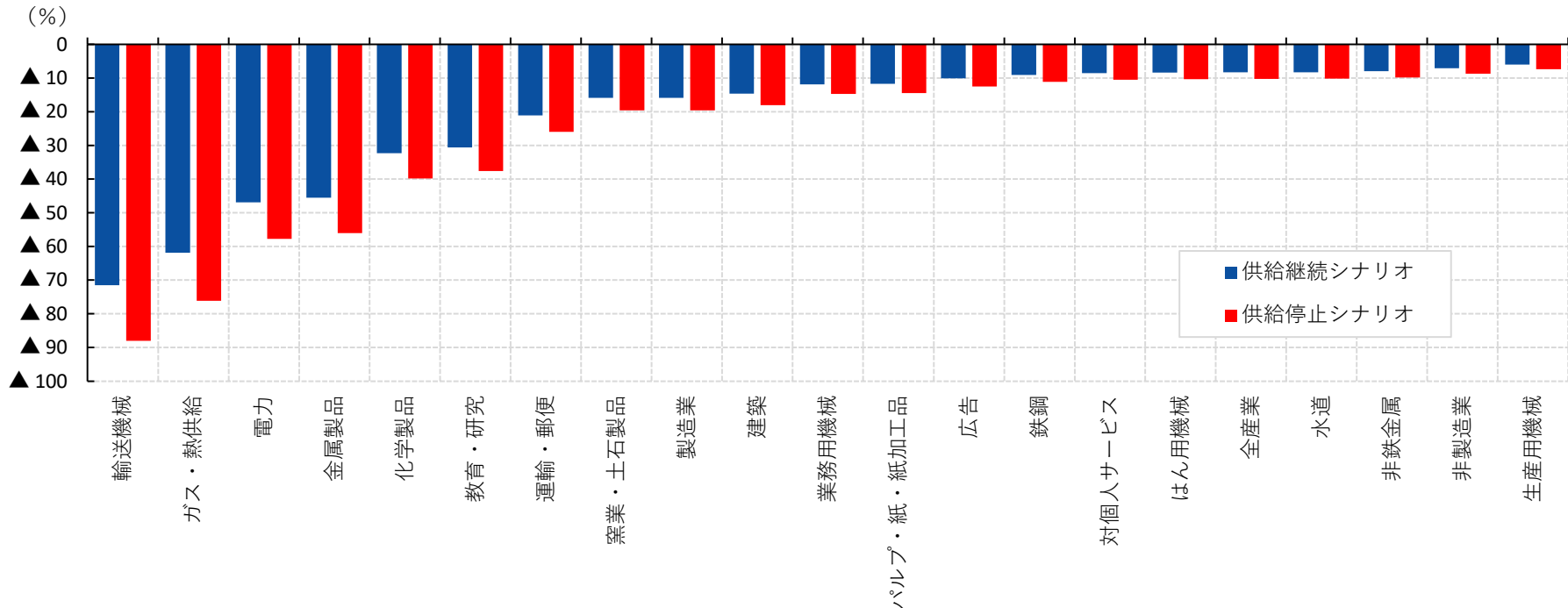
(注) 欧州はユーロ圏19カ国

(出所) OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

商品市況高騰による原材料・運送コスト増が企業収益を下押し

- 商品市況高騰による原材料・運送コスト増加を受けて企業収益に下押し圧力
 - 資源価格上昇(円安も考慮)により、**2022年の国内の営業利益(全産業)は2021年対比で供給継続シナリオで▲8%程度、供給停止シナリオでは▲10%程度減少**
 - 業種別では金属製品、化学製品、窯業・土石製品等の素材業種、ガス・熱供給、電力等のエネルギー業種の影響大。加工業種では、輸送機械の減少幅が目立つ結果。非製造業では運輸・郵便が大幅マイナス

業種別にみた商品市況高騰による営業利益(国内)への影響



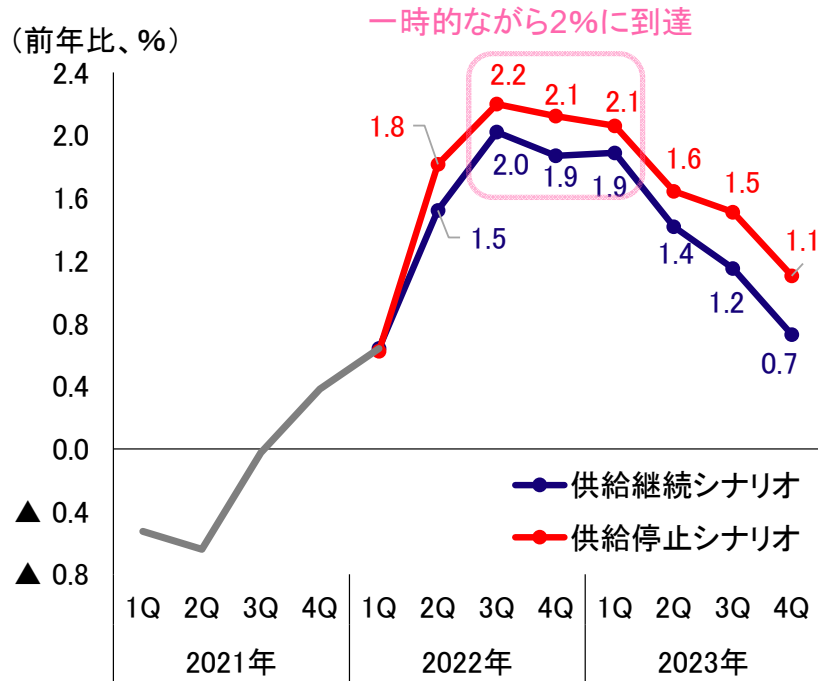
(注)2022年の原油・天然ガス・鉄鉱石・石炭・小麦の価格上昇要因による輸入増加額をショック幅として採用。各業種の分母となる営業余剰(国内での営業利益に相当)は2018年実績。中間投入比率を考慮した価格転嫁率を踏まえて計算。ただし、円安による輸出採算の改善については考慮していない。また、試算結果は一次波及までの影響であり、二次波及以降の価格転嫁についても考慮していない。

(出所)財務省「貿易統計」、経済産業省「延長産業連関表」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

商品市況の高騰に伴うエネルギー・食料の値上げで家計の負担は一層増大

- 消費者物価上昇率は一時的に2.0%に到達
 - ガソリン価格の激変緩和措置が継続されなければ0.2~0.5%Pt程度上振れ
 - 家計の実質所得低下が個人消費に悪影響。特に、食料・エネルギー支出のウェイトが高い低所得世帯の負担感は大きく、供給停止シナリオでは所得の2%分を超える負担増に

コアCPI(生鮮食品を除く総合消費者物価指数)の見通し



(注) 激変緩和事業の補助上限額については、現行の1リットル当たり25円が継続された場合の試算。データラベルは、激変緩和事業の影響を含む数字
 (出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

食料・エネルギーの価格上昇に伴う年収階級別の負担増

年間収入	2022年 年間負担増額(円)		負担率の増分(%Pt)	
	供給継続	供給停止	供給継続	供給停止
300万円未満	43,386	49,181	+1.9	+2.1
(激変緩和の影響除く)	(51,012)	(59,545)	(+2.2)	(+2.6)
1,000万円以上	68,547	77,778	+0.5	+0.6
(激変緩和の影響除く)	(79,201)	(92,255)	(+0.6)	(+0.7)
全体平均	54,661	61,984	+0.9	+1.0
(激変緩和の影響除く)	(63,870)	(74,497)	(+1.0)	(+1.2)

(注) 2022年の2021年に対する負担増額(年間)を試算。二人以上世帯、用途分類別データ。激変緩和事業の影響を加味した値。負担額は食料とエネルギー(電気代、ガス代、他の光熱、ガソリン)の合計。負担率は、年間収入対比の負担額(出所)総務省「家計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

影響が継続した場合、政府は経済対策を実施の可能性も

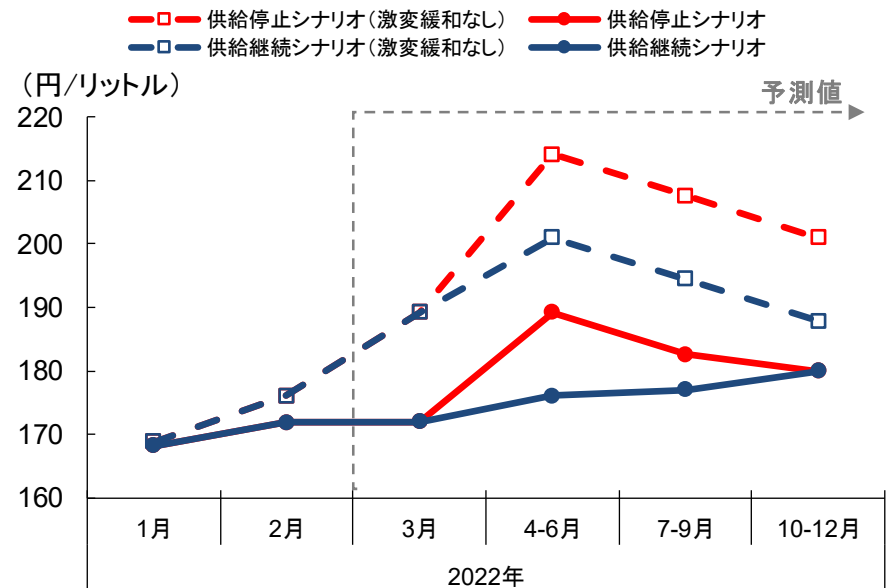
- ガソリン・食料品価格上昇の下押し圧力を緩和するため **政府は経済対策を実施の可能性**
 - 4月以降のガソリン価格激変緩和策の延長(元売り業者への補助金は上限リッター25円でフル適用。トリガー条項凍結解除の場合もほぼ同様のガソリン価格押し下げ)に加え、低所得者向け給付や中小企業への資金繰り支援策などが盛り込まれる想定

想定される経済対策の主なメニュー

施策	措置概要
ガソリン価格激変緩和策の延長orトリガー条項の凍結解除	<ul style="list-style-type: none"> ● 元売り事業者への補助金給付を4月以降も延長。当面は上限(1リットル当たり25円)フル適用が見込まれる ● トリガー条項凍結解除が実施された場合は補助金上限25円給付とほぼ同等の価格押し下げ幅 ● 供給停止シナリオでは価格が高止まりするため、トリガー条項凍結解除の公算大(トリガー条項でカバー出来ない灯油については補助金支給を継続か)
家計への現金給付	● 低所得世帯に数万円(最大5万円)程度の現金給付
企業の資金繰り支援	● 中小企業に対し給付(補助金)、政府系金融機関による融資等

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ガソリン価格激変緩和策(元売り業者への補助金)の効果



(注)補助上限額について現行の1リットル当たり25円が継続された場合の試算。供給継続シナリオは補助金上限(25円)の範囲内の支給となり算定基準の引き上げに連動する形で2022年後半も支給後の平均価格が上昇する

(出所)資源エネルギー庁「燃料油価格激変緩和補助金」等により、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

冷戦2.0リスクの中期的示唆

①自由主義的世界秩序への激震

- ◆ 核を保有する権威主義国による他国侵攻、冷戦後秩序が大きく揺らぐ
- ◆ 国家安全保障や同盟の重要性の再認識、強化へ(軍事費は増大)
- ◆ インド太平洋地域を含む地政学上の懸念が高まる

②経済・金融的デカップリングの加速

- ◆ 海外中銀資産の凍結やSWIFTからの排除によって、基軸通貨・国際金融システム(または各種のルール)の主導権を維持することの重要性が鮮明に
- ◆ 「価値」を軸としたデカップリングが進行。人権、カントリーリスク等の観点から、権威主義国家とのビジネスの在り方を再考する必要性が増大

③エネルギー安全保障(気候変動対応)

- ◆ 脱炭素とエネルギー安全保障のジレンマに直面、短期的に脱炭素化は停滞
- ◆ エネルギー安全保障と両立する脱炭素の在り方を再考(含む政策支援)
- ◆ 原発政策が各国の政治的争点になる可能性

〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほリサーチ&テクノロジーズ 調査部

TEL :03-3591-1400

メール :chousa-info@mizuho-ir.co.jp

(2022年4月18日以降)

TEL :03-6808-9022

メール :chousa-info@mizuho-rt.co.jp

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、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、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ては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。