

**Contents** \*\*\*\*\*

特集：対ロシア制裁で揺れる世界経済	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”Confidence from the bunker” 「塹壕の中からの確信」	7p
<From the Editor> 東京ドームで久々の野球観戦	8p

\*\*\*\*\*

**特集：対ロシア制裁で揺れる世界経済**

今週、ロシア軍が首都キーウ（キエフ）から撤退したところ、近郊都市ブチャなどで行われていた残虐行為が発覚しました。ロシアによる「戦争犯罪行為」を糾弾する声が高まり、西側諸国は相次いで追加の経済制裁を打ち出しています。ただし、通貨ルーブルの反転などを見ても対ロ制裁の効果には限界がある模様です。

しかも「戦争犯罪人」と見られるプーチン大統領との交渉は、ますます困難なものになっていくでしょう。対ロ経済制裁はさらに強化され、長期化せざるを得ない。これは世界経済にとって大きな重しとなりそうです。

そうでなくても現状では、「パンデミック」と「インフレ」と「金融引き締め」が進行中。対ロ制裁の影響を、経済の立場から考えてみたいと思います。

**●アジア太平洋経済は「嵐に立ち向かう」**

今週4月5日、世界銀行がアジア太平洋地域の経済報告書（年2回発行）の最新版を公表した<sup>1</sup>。表題にある”Braving the storms”（嵐に立ち向かう）は、まさに現状にピッタリであろう。以下はそのサマリーの冒頭部分（拙訳）である。

アジア太平洋地域（EAP）がこれまで繰り返し発生する COVID-19 の嵐を乗り越えてきたように、3つの暗雲が経済の地平線上に浮かんでいる。これらは経済成長の低下と貧困の増加を意味するだろう。

\* もっとも最近では、ウクライナでの戦争から発生したショックが商品の供給を混乱させ、財政的ストレスを増大させ、世界の成長を鈍らせている。

<sup>1</sup> <https://www.worldbank.org/en/topic/development/publication/world-bank-regional-economic-updates>

- \* 戦争は、長引くパンデミックだけでなく、他の2つの進展の上に起きている。
- \* 景気刺激策によるリバウンドと、持続的な供給の混乱によって引き起こされた米国のインフレは、予想よりも早い金融引き締めを招く可能性がある。米国にとってはタイムリーであっても、回復が不完全な多くのEAP諸国にとって時期尚早と言える。
- \* 中国経済の構造的な減速、不動産セクターのレバレッジ解消、ゼロ・コロナ政策の中でのCOVID-19の復活は、地域の輸出を弱める可能性がある。

かくして世銀報告書は2022年のEAP成長率を5.0%と予想し、昨年10月時点の見通し(5.4%)を下方修正した。わずか0.4pとはいえ、それが意味するところは重い。これまでのパンデミックに加えて、「3つの暗雲」(ウクライナ戦争、米国金融引き締め、中国経済の減速)が浮かんでいて、まさしく「嵐に立ち向かう」状況だからだ。

アジア太平洋地域はウクライナからは遠く離れていて、戦乱の影響を直接的に受ける気遣いはない。それでもエネルギー価格や食糧価格の上昇、貿易・投資や物流などの混乱といった影響は避けられないだろう。さらに米国における金融引き締めはドル独歩高を招き、アジアの新興国通貨は防衛を迫られることになる。

加えて中国経済の減速という問題がある。ここでは「不動産セクター」と「ゼロ・コロナ政策」の2点が指摘されているが、最大都市・上海で行われているロックダウンも貿易面でも大きな影響を与えそうである。

あらためて「一難去らずにまた一難」の内容を整理しておこう。

## ○恐怖の5段活用

1. パンデミック～全世界の感染者数は約5億人、死者は616万人を越えた。
2. インフレーション～3月の米雇用統計で失業率は3.6%に低下。賃金上昇も続く。
3. 金融引き締め～3月からFRBが利上げを開始。5月FOMCは0.5%利上げの公算大。
4. ウクライナ戦争～ロシア軍はキーウ(キエフ)からは撤退したが、終戦は見通せず。
5. 対口経済制裁～ロシア軍残虐行為の発覚により、西側諸国は追加制裁を発動へ

それでは、日本経済への影響はどれくらい見込めばよいのか。

先月成立したばかりの令和4年度予算においては、今年度の日本経済は3.2%成長という高めの見通しとなっている。しかるに、足下の「ウクライナ情勢に伴う不透明性」「エネルギーや食糧価格の上昇」「中国経済の減速(5%未満?)」などを考慮し、併せて夏場に向けて「新型コロナの第7波」が来ることを想定すると、ざっくり1.0~1.5%程度の下方修正を覚悟する必要があるのではないだろうか。

政府は今月末に向けて、燃料価格高騰などに備える緊急対策を準備中である。年内のどこかでは、補正予算も打たれることだろう。それでも「2022年度は2%成長」くらいに想定しておくのが妥当なところであろう。

## ●金融制裁でも意外としぶといロシア経済

その上でもっとも見通しがたいのが、対ロシア経済制裁による影響である。以前にも触れた通り、経済制裁という外交手段には以下の 3 つの限界がある。ゆえにイランや北朝鮮を対象とする制裁がそうであったように、ずるずると長期化するケースが少なくない。

- (1) 効果の度合いを測ることが難しい。
- (2) 制裁をかける側も被害を受ける。
- (3) 止めどきがわからなくなる。

今回の対ロ制裁では、開戦直後の 2 月 28 日に「国際決済機関 SWIFT からの切り離し」や、「ロシア中央銀行が有する外貨準備 6400 億ドルの凍結」といった大胆な手法が導入された。かつてレーニンが、「資本主義を破滅させる最良の方法は通貨を墮落させることだ」と言った由。同じ言い方でいけば、「ロシアの軍事侵攻を止める最良の方法は、通貨ルーブルを暴落させること」となるだろう。

### ○ロシアルーブルの対ドルレート<sup>2</sup>



ところが 1 か月を経てもみると、対ドルで下げた分はほぼ取り返されている。この間にロシア中銀は、ルーブルの金利を 9.5% から一気に 20% に上げ、「国内の民間業者が輸出によって得た外貨の 80% を強制的にルーブルに転換させる」などの防衛策に出た。

さらにロシアは「非友好国」に対し、天然ガス代金のルーブル建て支払いを求めてきた。いかにも苦しい通貨防衛策に見えるが、実際の手続きは以下の通りである。①海外企業はガスプロムバンクに外貨とルーブル建ての決済口座を開設し、②支払いに外貨を送金すると、③ガスプロムバンクが市場で売却してルーブルを買い入れて、④そこでルーブルによる送金が完了する。つまり海外企業は、今まで通り外貨支払いで済む理屈である。

<sup>2</sup> <https://finance.yahoo.co.jp/quote/USDRUB=X/chart?trm=6m>

4月6日に米国が発表した対ロ追加制裁では、ロシア最大手のズベルバンクに対するドル決済の禁止や、プーチン氏の家族などに対する資産凍結などが加わった。いかにも小粒なものばかりで、これらが決定打になるとは思われない。「ロシア経済に対して、戦争遂行をすぐさま不可能にするほどの打撃を与える手段はない」と考えるべきであろう。やはり制裁の効果が出るまでには、半年なり1年なりの時間が必要なのである。

金融市場では、4月4日に償還と利払いの期限を控えていたドル建てロシア国債21億ドルの行方に注目が集まった。ロシア政府が事前に「ルーブルで支払う」ことを呼び掛け、多くの国内投資家がそれに応えたこともあり、支払い規模は4分の1に縮小したという。ただし、支払い条件を勝手に変更するのは契約違反となるので、30日間の猶予期間を経て「事実上のデフォルト」と認定される公算が大である。ロシア国債は「KO負けではないが、TKO負け」になると言えるだろうか。

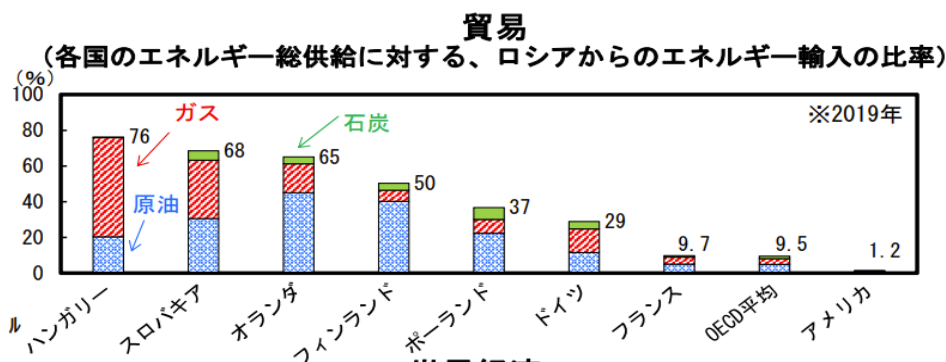
ただし、そのことでロシア経済が大きく痛むかといえば、それも限定的であろう。強いて言えば、プーチン大統領が対ウクライナ勝利宣言を狙っている5月9日の対独戦勝記念日の直前に、デフォルトが宣告されるという心理的な効果はあり得るところだ。

ちなみに世銀のデータを見ると、2020年時点のロシアの対外債務は4755億ドルと外貨準備の範囲内であり（その3分の2が凍結されているけれども）、うち政府部門の債務は841億ドルにとどまる<sup>3</sup>。そもそも2014年のクリミア併合以降、ロシア資産を積極的に買いたい、という外国人投資家は多くないのである。

## ●ロシア向けエネルギー制裁はなぜ困難か

対ロ制裁には時間がかかるとして、その場合の本丸となるのはロシア産エネルギー購入の是非ということになる。原油・天然ガス収入はロシア政府の歳入の約4割を占め、「1日11億ドル」に達すると言われる。ただしこの資金の流れを打ち切るためには、西側諸国側もかなりの痛みを受けることは避けられない。

下記は3月の月例経済報告「関係閣僚会議資料」に掲載されていたグラフである。各国のエネルギーにおける対ロシア依存度を比較したもので、EU域内の苦しい事情を物語っている。見るからに「脱・ロシア」は難しそうである。



<sup>3</sup> <https://datatopics.worldbank.org/debt/ids/countryanalytical/RUS>

EUは4月6日に、「ロシア産石炭の禁輸」を打ち出した。長期的には「脱・炭素」を目指すという建て前から言っても、これは合理的な方針と言える。ただし上記のグラフにある通り、EUの石炭輸入量は大したことがない。問題は原油であり天然ガスである。

さらにEU内には、ハンガリーのオルバン政権のような「獅子身中の虫」がいて、ロシア寄りの立場を隠さない。しかもロシア産の天然ガスは、パイプラインで安価に運ばれてくる。これらをLNGに切り替えると言っても、どこから調達してくるのか、欧州域内にどうやって届けるのか、その際のコストはどれだけ上がるのかといった問題が避けられない。

The Economist 誌の4月2日号では、Finance&Economics 欄でロシア産エネルギー輸出の「ホンネの事情」を明かしている。以下、かいつまんでご紹介しよう。

- \* バイデン政権は欧州向けに LNG を供給しようと申し出ているが、米国はインフラ制約に直面している。液化能力のほぼ 100%が既に使用されていて、追加の LNG を輸出する余力がない。状況を変えるには規制当局の迅速な承認と、4~5年の期間と数百億ドルの投資が必要となる (A little help from a friend)。
- \* 中国とインドは西側の制裁に加わっておらず、特に中国は「空のタンク」をたくさん持っている。ただし欧州への石油輸送は3~4日で済むが、アジアへは約40日かかる。問題は支払方法で、香港の金融業者は米国から睨まれることを恐れるだろう。ロシアは中国国内の銀行口座を使用して、人民元で支払いを受けることができる。それでも調達できる油種の違いなどの問題は残る (Russian oil① Diversionary tactics)
- \* インドによる昨年の対ロ石油輸入は全体の1%未満だったが、ここへきて積極購入姿勢に転じている。ここでも問題は支払方法で、輸出業者は SWIFT に代わるロシアの SPFS を使用して、ルピー口座を開設することができる。ただしロシアとインドの間では輸出入がバランスしておらず、ロシア側の売り手は不必要なルピーを大量に保持することになるだろう (Russian oil② Side channels)。

仮に西側諸国がロシア産の原油や天然ガスの購入を止めたところで、同じ分量を他の国が買いつけるようなら、ロシアはさほど困らないで済む。

気を付けなければならないのは、いわゆる「BRICS」5か国の結末は意外と堅いということである。西側のマスコミはほとんど伝えないけれども、BRICS 首脳会議は毎年ちゃんと行われていて、今年は9月に中国が議長国となって実施される予定である。5か国が共同で設立した新開発銀行 (NDB) は、既に上海に本部を置いて活動を行っており、新たに UAE、ウルグアイ、バングラデシュを加盟国に迎えることになっている。

国連などにおける投票行動においても、伯、中、印、南アの4か国はウクライナ問題でのロシア批判には慎重姿勢である。さらに言えば、BRICS の5か国は G20 メンバーであり、これでは G20 からロシアを追放することも困難と言えよう。アルゼンチン、トルコ、サウジアラビアあたりも、G7 よりロシアに近い立場なのではないだろうか。

いずれにせよエネルギーの安定供給は、各国にとっては安全保障問題そのものである。方向転換には時間もかかるし、下手をすれば後で自国が苦しむことになる。エネルギーを制裁手段とする場合には、くれぐれも慎重な判断が必要だと言えるだろう。

## ●対口制裁が変える世界経済の地図

もうひとつ3月の「月例経済報告」資料からのデータを転載しておこう。

各国の原油・天然ガス輸出 (順位・シェア)			各国の小麦・とうもろこし輸出 (順位・シェア)								
原油 (2020年)			天然ガス (2020年)			小麦 (2020年)			とうもろこし (2020年)		
順位	国	割合 (%)	順位	国	割合 (%)	順位	国	割合 (%)	順位	国	割合 (%)
1	サウジアラビア	16.6	1	ロシア	19.1	1	ロシア	17.7	1	アメリカ	26.1
2	ロシア	12.3	2	アメリカ	11.1	2	アメリカ	14.1	2	アルゼンチン	16.5
3	カナダ	9.0	3	カタール	10.3	3	カナダ	14.1	3	ブラジル	15.9
4	イラク	8.5	4	ノルウェー	8.9	4	フランス	10.1	4	ウクライナ	13.3
5	アメリカ	7.4	5	オーストラリア	8.5	5	ウクライナ	8.0	5	フランス	4.7
										...	
									11	ロシア	1.1

原油輸出においてロシアは世界第2位（12.3%）、天然ガス輸出は第1位（19.1%）と圧倒的なプレゼンスを有している。また小麦輸出ではロシアが1位（17.7%）でウクライナが5位（8.0%）と、両国を併せると世界の約4分の1を占める。既に黒海からの穀物積み出しは困難になっているので、これらの商品は確実に値上がりするだろう<sup>4</sup>。

これらのデータを眺めていると、「脱・ロシア」化が進むことで値打ちが上がるのは豪州とカナダではないかという気がする。いずれも資源国であり、ロシアからは遠い。民主主義国であるから、安心して付き合える相手でもある。実際に豪ドル、カナダドルは3月から上昇しており、「遠くの戦争は買い」という相場格言そのものの展開となっている。

逆に日本とは言えば、今回の対口制裁では「負け組」ということになるだろう。エネルギー一価格上昇の影響は受けるし、世界経済全体が減速することで外需にも逆風となる。貿易収支の悪化は当面避けられないだろう。

為替レートについていえば、欧米各国で金融政策の正常化が進む中でも、日本だけが「異次元緩和」を続けているから、金利差は確実に拡大する。なおかつロシアとは近く、領土問題も抱えていることから、「リスクオフの円買い」とはなりそうにない。

実際にドル円レートは、3月28日にいきなり125円まで円安が進行した。125円と言えば2015年夏以来の水準であり、当時は「黒田シーリング」と呼ばれたものだ。その後は介入への警戒感などから戻しているが、現在の日銀には円安を防衛する手段が乏しい。むしろYCC（イールド・カーブ・コントロール）により、「長期金利0.25%」の防衛を優先しなければならぬ。となれば、「125円の天井」はいずれ破られるのではないだろうか？

<sup>4</sup> 幸いにも日本の輸入先としては、ロシアは原油で3.7%、LNGで8.7%、小麦はほぼゼロにとどまる。

## <今週の”The Economist”誌から>

”Confidence from the bunker”

「地下壕の中からの確信」

Briefing

Apr. 2<sup>nd</sup> 2022

\*今週号の The Economist 誌にはゼレンスキー大統領が登場。「プーチンは倒されねばならない」と熱く語っています。注目すべき人の注目すべき証言と言えましょう。

<抄訳>

戦争を望むどころか準備もなかった。チャーチルを引用するけれどもチャーチルではない。カーキ色を着ていても戦闘計画は将軍に任せる。「国民こそがリーダーだ」と言う。

土囊に囲まれた建物の中で、ゼレンスキー氏は本誌に語った。武器が必要だとバイデン大統領や西側支援者に語りかけるが、ロシアの蛮行に触れるときにもっとも力が籠る。

「侵略者たちは自分たちの犠牲者を悼むことさえしない」と言う。「1か月で1.5万人の兵士が死んだ」というのに、私には理解不能だ。ロシア兵は埋められさえせず、死体が通りに放置されている。いくつかの都市では、腐臭で呼吸が困難なくらいだと聞いている」

プーチンの戦争機械は、ウクライナを守る兵士やボランティアとは大違いだ。マリウポリは今も兵士たちが死守している。命令によってではなく、死者を弔い負傷者を助けるためだ。「生きている限り守らねばならない。これがロシアとの根源的な違いだ」と彼は言う。

プーチンとゼレンスキーは共にロシア語を母語とするが、異なる言葉を語っている。人命が安く、歴史は偉人が作るというプーチンの世界にウクライナの居場所はない。「彼が我々と同じウクライナを見てきたとは思えない。彼は20年くらい塹壕に居たのではないか」。

プーチン氏にとって強さとは暴力だ。血を流せない者は弱い。だから2014年にドンバスで使ったときと同じ手法を使う。「彼らは市長を誘拐し、何人かは殺された。行方不明者もいる。見つかったが死んでいた者もいる。同じ人たちがやっている」。

ゼレンスキー氏にとって強さとは、占領都市で戦車を止めるために、通りの真ん中で手を振った非武装の市民たちである。「彼らは立ち上がって、そうすることを決めた。私はそれを止めろとは命じられない。最後まで、彼らと一緒にいることができるだけだ」。

「私たちは勝利を信じている。ここがわれわれの家であり、土地であるから。それは時間の問題だ」。とはいえ、勝利はウクライナ人の戦闘精神のみならず、西側の支援にも懸かっている。この国を守るために戦車と装甲車、戦闘機が必要なのだと彼は訴える。

「西側はすぐには助けられない。ロシア占領地域を開放したり、そこに食糧を届けたり、軍事支配を取り戻したりはできない。そしてロシア軍の火力は膨大だ。数千台の軍用車両が往来している。冗談のようだが、戦車が多過ぎるからある都市では渋滞が起きている」

ゼレンスキー氏は NATO を5グループに分類する。①ウクライナが傷ついても戦争が長引いてロシアが疲弊するなら結構、という国々。②ロシア市場は大きいから早期停戦を望む国々。③ロシアのナチズムを認識し、ウクライナの勝利を望んでいる国々。④とにかく早く戦争が終わってほしいリベラルな小国群。⑤欧州のロシア代表を務める国々、である。

ゼレンスキー氏は米英を称賛する。米国政治の複雑さが遅れをもたらすが、バイデン氏の関与は深まっている。ドイツは露宇間でバランスを取ろうとしている。「彼らはロシアと長い関係があり、経済メガネを通して物事を見ている」。フランスのマクロン大統領が戦車を送れないのはなぜか、と尋ねると「ロシアが怖い。それだけだ」と彼は答えた。

ゼレンスキー氏はまた、受け身の対ロ制裁に不満を抱いている。抜け穴があって、最大手のズベルバンクは SWIFT 支払い網に残っている。欧州がガス代を払えるようにとの配慮だ。米国は既にロシア産石油ガスを禁輸したが、欧州はまだだ。「先手を取って行動してほしい」。

ロシアがウクライナで化学兵器を使ったら止めると聞くが、我々は実験動物じゃない」勝利はどんな形をとるのか、と尋ねると彼は息を止めて、プーチンが信じられないようなことを言った。「勝利とは少しでも多くの命を救うことだ。それなしには意味がない。土地は確かに重要だが、それは領土に過ぎない」。全ての人を救い、領土を放棄しないことはたぶん不可能だ、と彼は認める。この戦いがいつ、どのように終わるかは知らないが、彼は「我々がここに立ち、ウクライナの暮らしを守ることで終わる」ことを知っている。

ロシア軍がウクライナに侵攻した時、プーチン氏がどこに居たのかはわからない。ゼレンスキー氏は、妻と2人の子と共に家に居た。2月24日の早朝、彼は家族に起こされた。「大爆発があったと彼らは言った。数分後にはロケット攻撃が進行中との合図を受け取った」。米国が逃げ道を提示したが、彼は止まることを選んだ。「勇気の問題じゃない」。英雄になる準備はなかった。「分からないときは正直になること。皆があなたを信じられるように。無理をすることはなく、自分らしくあればいい。実力以上に見せないことが重要だ」。

プーチン氏の世界では正直さは弱さとなる。彼の力は秘密と欺瞞に基づく。謎と暴力が権力基盤を強化する。ゼレンスキー氏は側近たちが要塞と呼ぶ場所にいるが、彼の強みはオープンさと、人々の望みを聞き、それに応える能力にある。それは誰にでもある強さだ。

ソ連時代の小説家で北ウクライナ出身のヴァシリー・グロスマンは、第2次世界大戦を描いた長編『人生と運命』の中でそれを見事に描き切っている。「歴史とは善が悪を征服する物語ではない。巨大な悪が、人間の中の小さな優しさを砕く戦いなのだ。それでももし、人の中の人がおも壊れていなければ、悪はけっして征服することはできないのである」

## <From the Editor> 東京ドームで久々の野球観戦

熱烈な巨人ファンである S 君からのお誘いで、コロナ後では初めてとなる東京ドームに行ってきました。4月1日（金）の巨人対阪神第1戦です。

当日の観客の入りは7分程度。入場制限はもうありませんが、球場に入るときには座席と名前、連絡先を紙に書いて提出しなければなりません。後日、感染者が判明した際には連絡が来るそうです。本当にワークしているかどうかは、わかりませんが、一部では顔認証による入場サービスも始まっているとのことで、ほとんど中国みたいです。



球場内もリニューアルされていました<sup>5</sup>。LED のメインビジョンは、幅が 125m もあって大迫力でした。一塁側と三塁側に新設された DAZN エキサイトシートは、ファウルボールの直撃がちょっと怖いけど、グラウンドと同じ高さから観戦するゲームは一味違いそうです。ただしお値段は、年間 65 試合で 115 万 7000 円から (!) とのこと。

ドーム内は完全キャッシュレスになっていて、ビールも売り子さんから SUICA で買いました。あれを全部現金でやり取りしていたことが、今となっては信じがたい気がします。野球観戦もかなり様変わりしたものです。

思えばコロナ下の 2 年間は、野球観戦どころではありませんでした。需要が減った間に次世代への投資をやっていた、と考えると (株) 東京ドームはなかなか賢明です。「不況、なお良し」と言われる通り、企業の設備投資はこんな風でありたいものです。

問題は試合内容。わが阪神タイガースは、開幕から連敗街道まっしぐら。この日は巨人の先発が菅野智之で、阪神は藤浪晋太郎という両エースが登板。球の速さは同じくらいなのに、勝ち慣れている投手と負け癖のついている投手の差は大きい。菅野はストライクが先行して、面白いように三振を取る。藤浪は最初のストライクは入るのに、なかなか 3 つ目が取れない。打者が一巡する間に、ソロホームランを 3 発もくらってしまいました。

中盤では既に 6 対 0 となって敗色が濃厚。つい 3 杯目のプレミアムモルツに手が伸びます。それでもタイガースの中継ぎ陣は悪くないので、後半は少しずつ反撃に出る。9 回には大山悠輔のツーランも飛び出して、いちおう 1 点差まで詰め寄りました。ええい、今日はこれくらいにしといてやるわ! と納得したけれども、これで開幕から 7 連敗。

それでも久々の野球見物は楽しかったです。7 回にはマスクをしながらですけど、ちゃんと「六甲おろし」も歌えるのですから。強いて言えば、練習では快音を響かせていたのに、本番では凡打の山を築いていた 4 番の佐藤輝明は何とかしてほしい。

結局、タイガースは 4 月 6 日になってようやく「片目」が明いて、連敗は 9 で止まりました。それにしても、開幕から 1 勝 10 敗という戦績はいかがなものか。今年はダメ虎には執着せずに、柏レイソル (現在 3 位) の応援に精を出すべきなのかもしれません。うーむ、それにしても今宵は対広島戦で、予告先発はまた藤浪かあ…。頑張してほしいです。

\* 次号は 4 月 22 日 (金) にお届けします。

編集者敬白

---

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-mail: [yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com)

---

<sup>5</sup> <https://www.giants.jp/G/sp/dome-renewal/>