

ロシアのウクライナ侵攻、アジア経済への影響

Bill Maldonado

株式運用部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

ロシアのウクライナ侵攻によるアジア経済への影響は、貿易、商品価格、金利、地政学面に及ぶ、と私たちはみています。

直接的なアジア経済への影響については、中国の経済対策がバッファーとして機能することで、短期的には比較的抑えられるものと思われます。

また、今回のロシアによるウクライナ侵攻という「外生的なショック」に伴う金融市場の不安定化に配慮して、米連邦準備理事会（FRB）の利上げペースが従来の予想よりも緩まった場合は、市場の安定に寄与すると考えられます。

ロシアは2月24日にウクライナに対して本格的な軍事攻撃を開始し、安全保障上の懸念とNATO加盟国への脅威の可能性をエスカレートさせています。ロシアのウクライナ侵攻により、多くの人命が奪われ、大きな苦痛と破壊がもたらされており、私たちは一刻も早い平和的解決を心より願っています。

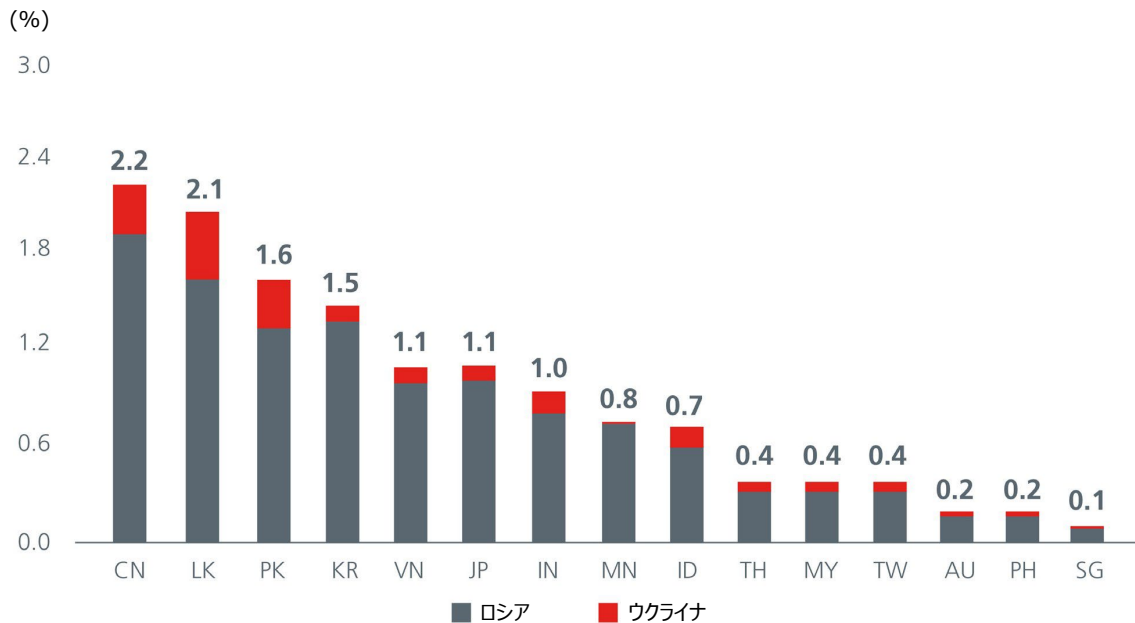
しかし、私たちには、この地政学的危機がもたらす持続的な影響と、それがアジアに何を意味するのかを、今こそ投資家の皆様に対して、説明を行い理解して頂く責任があると思っています。

貿易面での影響度合いは限定的。一方で、エネルギーや農業といった分野では潜在的に大きなリスクとなる可能性があります。

アジアからロシアとウクライナへの直接輸出という点では、アジアの影響度合いは比較的小さいように思われます。（図表1参照）

最も影響度合いが大きい国は中国ですが、それでもロシア、ウクライナの2か国が中国の総輸出入額に占める割合は2.2%となっています。中国の対ロシア貿易総額は約1,220億米ドルであり、その大部分はロシアからの中国向けエネルギー輸出と中国からロシア向けの工業製品輸出が占めています。これは、中国の対米貿易総額が5,720億米ドル、対欧州連合（EU）貿易総額が6,990億米ドルであることと比較すると、小さなものと言えます。ロシアはアジアよりもEUとの貿易総額が大きいことから、欧州への影響度合いが大きいと思われる。とはいえ、欧州とアジアの貿易額は大きいことから、欧州経済の悪影響はアジアにも波及する可能性もあります。

図表 1: アジア太平洋諸国のロシア・ウクライナ向け輸出の割合（輸出総額に占める割合）



出所：Citibank（2022年2月28日時点）

エネルギー

ロシアは世界有数の産油国で、ロシアとウクライナの緊張を背景に原油価格は30%近くも急騰しています。本稿執筆時点（2022年3月2日）では、米国、EU、その他のNATO加盟国はロシア産原油に対する本格的な禁輸措置には踏み切っていません。ロシアの原油は暫くは北海ブレント原油に対して大幅に割安な価格水準で取引されると予想されますが、少なくとも現時点でのロシア政府は、国際市場での原油供給に前向きです。ロシアからの石油輸入を全面的に禁止することに米国、EU、その他のNATO加盟国に抵抗があるのは、欧州経済への悪影響が懸念されるからだと思われます。

原油価格の上昇は、消費者物価指数（CPI）を構成するエネルギー価格の上昇を通じてCPIの上昇につながる可能性があります。アジアでは、タイがCPI構成比に占めるエネルギーの割合が最も大きく、原油価格が10米ドル上昇すると、CPIを最大1.2%上昇させる可能性があります¹。（図表2参照）原油価格がさらに高騰すれば、一部のアジア諸国の政府は消費者への悪影響を緩和すべく何らかの支援策に動くため、国家財政をさらに悪化させる可能性があります。

データ出所

1. Morgan Stanley

とはいえ、現在の原油価格が高止まりする市場環境下では、他のOPEC諸国は供給途絶時には増産するという以前の取り決めに維持する可能性が高く、米国も供給不足を埋めるために国内の石油やガスの開発・生産の能力を再構築し続けることでしょう。

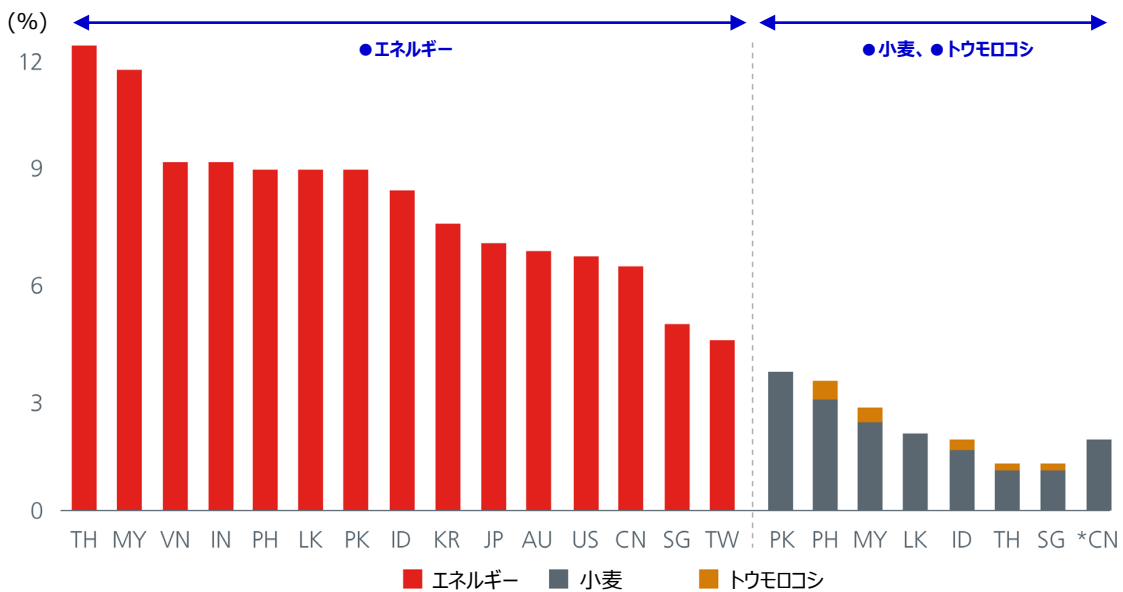
農業

中国にとってウクライナは小麦やその他の穀物において世界第2位の供給国です。これらの供給が途絶えた場合、中国での食料価格の上昇につながる可能性があります。一方で、ウクライナにとって中国はトウモロコシ輸出の最大30%を占めており、これは主に豚の飼料として使用されています。なお、2月16日に発表された中国の1月の消費者物価指数（CPI）は前年同期比で0.9%上昇しましたが、主に食品価格、特に豚肉価格が大幅に下落したため、他のアジア諸国よりもインフレ率は鈍化しました。

工業製品

もう一つの懸念は、ウクライナは世界の半導体生産に必要なネオンガスの主要な供給国であるという点です。アジアでは半導体の生産に必要なネオンガスの最大40%をウクライナが供給していると推定されています。韓国のSKハイニックスやサムスン電子などアジアの主要半導体メーカーは、短期的な在庫は十分にあり、中国などの代替供給元からの調達を検討することを表明しています。

図表 2: 各国CPI構成比に占めるエネルギー、小麦、トウモロコシの割合 (%)



出所：Citibank（2022年2月28日時点）

*中国（CN）は小麦とトウモロコシの内訳を公表していないため、中国のCPI構成比に含まれる穀物のデータを使用。

インフレと「多極化した世界秩序」への移行による影響に注意

ロシアのウクライナ侵攻によるアジアのマクロ経済への短期的かつ直接的な影響は、今のところ限定的であると思われま。中国のような一部の国は、自国経済への悪影響を緩衝するための経済対策を実施する能力を有しています。中国は、経済成長促進の政策とともに、ロシアとウクライナの緊張が始まる以前から既に実施していた緩和的な金融政策を引き続き維持することが予想されています。

長期的なインフレ予想は、金利に影響を与え、市場に大きなインパクトを及ぼします。これには、現在の緊張状態がいつまで続くか、また、ロシアのエネルギーインフラやウクライナの主要輸出品の生産能力にどれだけの損害が生じたか、といった点が大きな影響を及ぼしますが、現時点ではまだ確定には至っていません。

米国のインフレ率が現在の7%程度に維持され、今回のロシアによるウクライナ侵攻という「外生的なショック」を背景に消費者信頼感指数が低下し、経済成長が著しく落ち込んだ場合には、米国連邦準備制度理事会（FRB）は利上げの予想ペースを落とし、バランスシート縮小のペースを遅らせる可能性があります。これは市場の安定につながるかもしれませんが、FRBは今後数か月間、インフレと経済成長率のデータを注意深く見守っていくものと思われ、利上げの動きはこうしたデータに左右されることになりそうです。

重要なことは、ロシアのウクライナ侵攻により、これまでの米国とその同盟国による世界的な影響力が弱まった「多極化した世界秩序」への移行がさらに加速したことです。アジア諸国がこの地政学的な変化をどのように乗り切るかといった点は、投資家のポートフォリオにおけるリスクプレミアム（リスクに応じて投資家が追加的に求める収益率）や国別アロケーションに長期的な影響を与えることになるでしょう。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。