

日本経済：2021年10～12月期2次QEは小幅上方修正ながら、ウクライナ情勢悪化で先行き懸念強まる

10～12月期の実質GDP成長率は2次速報で前期比+1.4%(年率+5.9%)へ小幅上方修正される見通し。設備投資や公共投資は下方修正も、民間在庫投資が上方修正される見通し。ただ、景気の先行きについての見方を修正させる内容ではなく、ウクライナ侵攻に対する対露制裁の影響の方が大きな懸念材料。

10～12月期の成長率予想は上方修正、景気の急回復という評価は変わらず

3月9日発表予定の2021年10～12月期GDP2次速報は、1次速報値の前期比+1.3%(年率+5.4%)から+1.4%(年率+5.9%)へ若干上方修正される見通し。コロナ感染第5波の収束を受けて年末にかけて景気が急回復した、という評価は変わらず。

本日発表された2021年10～12月期の法人企業統計季報を踏まえると、民間在庫投資の実質GDPに対する寄与度は前期比で1次速報値の▲0.1%Ptから2次速報では+0.1%Ptへ上方修正される見通し。

一方で、法人企業統計の設備投資(名目)は、2021年7～9月期の前年同期比+1.2%から+4.3%へ伸びを高めたものの、サンプルの歪を修正すると+0.4%から+0.2%へ伸びは鈍化している。そのため、GDPベースの設備投資も実質で1次速報の前期比+0.4%から2次速報では+0.3%へ下方修正されるとみられる。

そのほか、公的固定資本形成(公共投資)は12月の建設工事出来高の実績を反映し、1次速報値の前期比▲3.3%から▲4.6%へ下方修正される見込み。ただ、景気の現状認識において、設備投資に持ち直しの動きが見られ、公共投資は補正予算の執行に伴い今後反発する、との見方は変わらず、GDP2次速報での成長率の修正は、景気の見直しを見直す材料とはならない。

ウクライナ侵攻を受けた対露制裁の影響は大きな懸念材料

一方で、ロシアによるウクライナ東部地域の独立承認から軍事侵攻までの動きに対して、日本を含む主要本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

実質GDP成長率の推移(QE予測)

	2021			(前期比・%)	
	1～3	4～6	7～9	1次速報 10～12	2次速報 10～12
実質GDP	▲ 0.5	0.6	▲ 0.7	1.3	1.4
(年率換算)	▲ 2.1	2.4	▲ 2.7	5.4	5.9
(前年同期比)	▲ 1.8	7.3	1.2	0.7	0.7
国内需要	▲ 0.4	0.7	▲ 0.8	1.1	1.3
民間需要	▲ 0.3	1.0	▲ 1.2	1.9	2.1
民間最終消費支出	▲ 0.8	0.7	▲ 0.9	2.7	2.7
民間住宅投資	0.9	1.0	▲ 1.6	▲ 0.9	▲ 0.9
民間企業設備投資	0.4	2.0	▲ 2.4	0.4	0.3
民間在庫品増加	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(▲0.1)	(0.1)
公的需要	▲ 0.8	▲ 0.1	0.2	▲ 0.9	▲ 1.1
政府最終消費支出	▲ 0.6	0.7	1.1	▲ 0.3	▲ 0.3
公的固定資本形成	▲ 1.6	▲ 3.3	▲ 3.0	▲ 3.3	▲ 4.6
財貨・サービスの純輸出	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
財貨・サービスの輸出	2.2	3.1	▲ 0.3	1.0	1.0
財貨・サービスの輸入	3.0	3.8	▲ 0.9	▲ 0.3	▲ 0.3
名目GDP	▲ 0.4	0.2	▲ 1.0	0.5	0.5
(年率換算)	▲ 1.6	0.9	▲ 4.1	2.0	2.0
(前年同期比)	▲ 1.9	6.1	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 0.7
デフレーター(前年同期比)	▲ 0.2	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 1.3

(出所)内閣府、予測は当社による

先進国が決めた対ロシア経済制裁の影響は、既に原油や天然ガスなどエネルギー資源価格が上昇するなど、内外経済の大きな懸念材料となりつつある。

ロシアによるウクライナ侵攻の直後、ロシアの株式市場は一時半値に暴落、通貨ルーブルは1割以上も下落するなど、制裁強化を懸念した海外投資家によるロシアからの資金逃避に伴う動きが顕著であった。ロシア中銀は、短期対外債務（695億ドル）を遥かに上回る6,302億ドル（2022年1月時点）もの潤沢な外貨準備を使い、外貨売りルーブル買い介入によって相場下落に一旦歯止めをかけたが、欧米が為替介入を封じる制裁メニューを追加する方針を示したことを受けて、2月末にはルーブル相場が1日で3割も下落した。

さらに、大手格付け会社S&Pはロシア国債の格付けを投資不適格のBB+へ引き下げ（2/25）、ムーディーズは投資適格最低のBaa3から引き下げ方向で見直す方針を示したこともあり、海外投資家による資金逃避の動きは今後も続き、ルーブル相場がさらに下落する可能性は高い。ルーブル相場が下落すれば、各国の対ロシア債権は大きく棄損することになるが、金融機関の対ロシア融資額はEUが全体の約7割を占め、うちイタリアやオーストリアで金額が大きく、対外融資に占めるロシアの比率も高いため、これらの国を中心に欧州の金融市場において影響が大きいと考えられる。

また、欧米や日本がロシア大手銀行を国際決済システム（SWIFT）から排除することを決めたため、今後、ロシアの貿易は大きな制約を受ける見込み。そのため、ロシア経済は、主に①株式など資産価格の下落、②ルーブル下落や輸入の困難化による物価上昇、③民間・政府の資金繰り悪化、④輸出企業の業績悪化、という経路で大幅に悪化する見通し。

ロシアの貿易縮小・経済悪化による影響は、ロシア向け輸出シェアが4.1%、輸入シェアが5.5%を占めるEUで相対的に大きい。欧米諸国は対露制裁を、天然ガスや原油などエネルギー資源の輸入に影響がない形で進めようとしているが、EUの輸入に占めるロシアのシェアは、原油で25.8%、天然ガスで43.2%、石炭で53.7%と非常に高い。さらに、ロシア自身が制裁実施国への輸出を制限する可能性もあり、これらエネルギー資源の必要量を確保できるか予断を許さない。最悪の場合、EUは対露輸出の減少とエネルギー価格の大幅上昇によって景気が大きく下押しされることになる。

そして、エネルギー価格上昇の影響は、EU以外の地域にも波及する。既に物価が上昇し懸念材料とされている米国のほか、アジアでもインドやASEANの一部では景気失速リスクを高める。物価が比較的安定している日本や中国は影響を概ね吸収可能であるが、景気の回復を遅らせる要因となろう。

主な国・地域の対ロシア融資額

	対ロシア融資額		各国の 対露比率 (%)
	(百万ドル)	割合 (%)	
米国	14,673	12.1	0.33
EU	83,836	69.0	0.74
イタリア	25,310	20.8	2.49
フランス	25,156	20.7	0.70
オーストリア	17,511	14.4	3.68
ドイツ	8,076	6.6	0.38
英国	3,042	2.5	0.07
日本	9,564	7.9	0.19
合計	121,469	100.0	

（注）2021年9月末時点。（出所）BIS

貿易におけるロシア依存度（2021年）

	米国	EU	英国	日本	中国
貿易に占めるロシアのシェア (%)					
輸出	0.4	4.1	0.8	1.0	2.0
輸入	1.0	5.5	3.6	1.8	2.9
主なエネルギー資源の輸入に占めるロシアのシェア (%)					
原油	3.5	25.8	5.9	3.7	15.5
天然ガス	0.0	43.2	22.3	8.7	5.7
石炭	10.1	53.7	32.4	10.2	14.8

（出所）UN Comtrade