

みずほマーケット・トピック(2023 年 4 月 18 日)

EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～

先週来、本欄では IMF 報告を元に、今後の世界の経済・金融情勢を検討する上では地政学・地経学の考え方が重要になってくることを確認した。この点、ECB も同様の問題意識を示している。開戦 1 年でユーロ圏とロシアの貿易構造は大きく変化しており、例えばユーロ圏の対ロシア輸出・輸入は共に半分に縮小。EU という最大顧客を失ったロシアは輸出・輸入の双方で中国依存を深め、例えば今年 1 月時点でロシアの財輸入の半分以上が中国から来ている。しかし、ロシアがサプライチェーンを再構築し、財輸入を回復させているのは事実としても「回復した輸入の“質”が依然と同じものなのかどうかは不透明感がある」と ECB は指摘。例えば、ロシアはハイテク財輸入の多くを西欧に依存していたが、それらはより質の低い財への置き換えが進んでいるか、質が同じでもより高い財を買わされている恐れ。結果的にロシア経済の潜在成長率も押し下げられる可能性。片や、EU もエネルギーの代替調達完了しているわけではなく、IMF の指摘するように地政学的分断を経て「世界がより貧しくなる」方向へシフトしている様相。

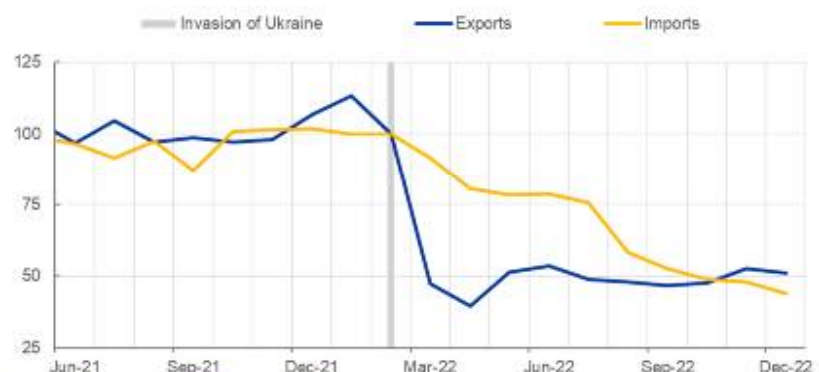
～半分になった EU-ロシア貿易～

先週来、本欄では IMF の世界経済見通し(WEO)や国際金融安定報告(GFSR)を元に、今後の世界の経済・金融情勢を検討する上では地政学・地経学の考え方が重要になってくることを確認した。これを裏付けるデータは既にいくつか紹介しているが、ECB が先週 12 日に公表した『A year of international trade diversion shaped by war, sanctions, and boycotts』と題した論説もこうした地政学・地経学の考え方を基軸として問題意識を確認するものであった。

昨年 2 月にロシアがウクライナに侵攻して以降、EU やその友好国はロシアに対する機械類や輸送用機器などについて輸出制限に踏み切った。欧州の企業や家計はロシア企業との取引を縮小ないし凍結することに動き、現状では EU および G7 がロシア産石油の海上輸送を制限したり、取引価格に上限を設けるなどの踏み込んだ動きにも至っている。これらの措置の結果、ロシアの対 EU ないし対世界との貿易関係は根本的な変化を迎えている。特にロシアが EU にとって重要な貿易パートナーであることは周知の事

ユーロ圏の対ロシア貿易の推移

(Index, February 2022 = 100)



Sources: Eurostat and ECB staff calculation.

Note: Exports from the euro area to Russia and imports to the euro area from Russia measured in volumes, i.e. adjusted for price developments. Last observation: December 2022.

実であり、戦争前年の 2021 年に関して言えば、ユーロ圏が輸出する財の約 3%がロシア向けであり、逆にユーロ圏が輸入する財の約 5%がロシアからであった。品目別の話をすれば、EU の原油輸入の 25%、天然ガス輸入の 40%、石炭輸入の 50%をロシアが占めており、文字通り、ライフラインの過半を握られた状態にあった(そのハブとなっていたドイツには当時から批判があった)。ロシア-EU 貿易に対する戦争の影響は前頁図を一瞥すれば分かるが、ユーロ圏とロシアの貿易取引は輸出・輸入共に戦争開始を境に 1 年余りで半分になっている。末尾に述べるように、こうした結果、双方の経済が脆弱性を抱えるようになったことは否めない。以下、詳しく見ていく。

～低品質・高価格を強いられるようになったロシア輸入～

しばしば耳目を引くロシアから EU への天然ガス供給については今年 2 月までの間に戦前平均対比で 90%以上が削減された状態にあり、EU はノルウェー、アルジェリア、アゼルバイジャンといった他国からの代替供給へシフトしている。また、開戦後、EU が世界中から液化天然ガス(LNG)をかき集めており、2024 年末までに 2021 年末対比で輸入能力が 3 割増強され、世界の LNG 需要の 1 割を囲い込む見通しもある。しかし、後述する通り、2023 年中にエネルギー不足が解消する目途はたっていないのが実情と見受けられる。

なお、EU という大口顧客を失った分、ロシアの貿易取引も変わることになる。開戦直後、ロシアの輸入は対 EU だけではなく対世界全体でも半減しているが、時が経つに連れ対ロシア制裁に加わっていない国々がロシアへの輸出を増やし、2023 年初頭時点でロシアの対世界輸入は戦前の水準に戻っている。ロシアの輸入の変化を最も特徴づけるのはやはり中国で、2023 年 1 月時点でロシアの財輸入の半分以上が中国から来ている。しかし、ECB はロシアがサプライチェーンを再構築し、財輸入を回復させる一方、「回復した輸入の“質”が依然と同じものなのかどうかは不透明感がある」と指摘している。というのも、ロシアはハイテク財輸入の多くを西欧に依存していた。言うまでもなくそれらの財は輸出が制限されているため、必然的に質の低い財への置き換えが進んでいるか、質が同じでもより高い財を買わされている恐れがある。質の低い財や不必要にコストのかかる財で経済活動を強いられれば生産性は低下するので、ロシア経済の潜在成長率も押し下げられることになる。

片や、ロシアから世界への輸出も大きな変化を迎えているが、これも中国の存在が大きい。実はロシアの石油輸出は数量ベースでは戦後も増え続けている。これは輸出先が EU や G7 から中国そしてトルコ、インド、中東アフリカなどに振り替わっていることの結果だ。「数量ベースでは」というのは、新しい顧客開拓のためにロシアは原油を廉価販売しているという実情があるためである。具体的に、ロシアのウラル原油は今年 2 月時点で 1 バレル平均 48 ドルで取引されているが、これは世界の原油取引のベンチマークであるブレント原油の 83 ドルより著しく低い。しかし、パイプラインの高額な補修が必要になる天然ガスは石油と違って代替販売が難しく、中国向けに回したり、LNG を世界向けに放出したりして、なんとか減少分の相殺を図っている。それでも 2022 年のロシアの天然ガス輸出は 2021 年対比で▲25%も低くなっており、EU を失った影響の大きさが見て取れる。

～やはり地政学は経済を脆弱にする～

以上のような状況を踏まえれば、欧州企業による経済制裁や自主的なボイコットは両国貿易の在り方を劇的に変化させている。こうした事実には 2 面性がある。1 つはロシアの視点、もう 1 つは

ユーロ圏の視点だ。まずロシアから見れば、自国への制裁に賛成していない貿易相手国に依存することになる。上で見たように、その代表格が中国だ。しかし、特定国への貿易依存は当然、経済全体の脆弱性を増すことになる。例えば中国経済が弱体化すればそのままロシア経済も落ち込むことになる。また、これまで資源の主な輸出先だったユーロ圏を代替する国・地域は本当の意味ではまだ見つかっていない。既述の通り、いくら数量ベースで取引を増やしても新規顧客を開拓するために価格ベースでは切り下げれば、国全体としては薄利多売を強いられているだけだ。また、経済活動を営む上で必要となるハイテク財などの入手もままならないため、生産性の改善も見込めない。

もちろん、ダメージを被るのはユーロ圏も同じではある。この点は過去の本欄でも再三取り上げているので多くの説明を要しないが、昨年から今年にかけてはたまたま暖冬に恵まれ助かったが、エネルギー調達という点に関し、ロシアから他の国・地域への代替はまだ完了していない。上でも述べたように、EUはLNG調達を増やすことで脱ロシアを図ろうとしているが、LNG受け入れに必要な設備の準備には最短でも3年程度の単位で時間が必要になる(貯蔵タンクや気化装置を陸上建設するのに許認可含めて5年以上、より早い浮体式基地でも3年程度と言われる)。2023年央に差し掛かってくれば昨年同様、今冬を念頭にしたエネルギー供給懸念が再び強まる可能性は高い。

このようにEUとロシアの貿易を見るだけでも、地政学リスクの高まりを理由にして経済・金融面での制裁が行き来するようになれば必然的にグローバリゼーションならぬスローバリゼーションが進み、「世界がより貧しくなる」方向へシフトしていくというIMFの指摘はやはり正しいように思えてくる。ロシアのような資源大国を巻き込んだ世界経済の分断はエネルギーを中心とする供給制約を助長し、世界のインフレ圧力を押し上げる方に作用する。

今後、超長期的に見れば「景気が弱くなる→デフレ圧力が増す」という未来はあり得る展開としても(実際、WEOの第2章はそうしたテーマが議論されている)、より短い時間軸ではスタグフレーションの色合いを帯びながらの低成長を強いられる可能性が高いと考えられる。地政学上の摩擦は経済合理性を考慮することなく持続するため、多くの国・地域が十分に貧しさを実感する状況に至らない限り、事態の収束へ動き始めることは期待しにくいのではないだろうか。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
2023年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月12日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか?～)
2023年4月11日	変わる直接投資とスローバライゼーション(slowbalization)
2023年4月10日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月7日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月6日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月4日	次の危機はCRE危機か?～ECBの警鐘～
2023年4月3日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年3月31日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月30日	週末版
2023年3月28日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
2023年3月16日	週末版
2023年3月15日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月14日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
2023年3月10日	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月8日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月7日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月6日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月3日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年2月28日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年2月27日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月24日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月21日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月20日	週末版
2023年2月17日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月15日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月14日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月13日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月10日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
2023年2月9日	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月8日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月7日	週末版
2023年2月6日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月5日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月4日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月3日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月2日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年1月30日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月27日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月25日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月24日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活?～
2023年1月23日	「投機の円買い」vs「実需の円売り」の行方
2023年1月20日	日銀タカ派とFRB/ハト派の併存は可能なのか?
2023年1月19日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に?～)
2023年1月18日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
2023年1月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月13日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月10日	日銀は本当に動くのか?～当面の展開を整理～
2023年1月8日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月5日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月4日	週末版
2023年1月3日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2022年12月23日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月21日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月20日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月19日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月16日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
2022年12月13日	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月12日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月11日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月9日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月8日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか?
2022年12月4日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月3日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年12月2日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年12月1日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月29日	週末版
2022年11月28日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月27日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月26日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月25日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月24日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月23日	FRBは今、何を考えているのか?～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月22日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月21日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月20日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月19日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月18日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月17日	週末版
2022年11月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年11月15日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年11月14日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか?