

# アナリストの眼

## ロシアのウクライナ侵攻による日本企業への影響

### 【ポイント】

1. ロシアのウクライナ侵攻に伴う、日本企業への影響が懸念されている。
2. 日ロ両国間の貿易額はそれほど大きくなく、経済制裁等で貿易が制約されることによる企業業績への直接的な影響は限定的であろう。
3. エネルギー分野におけるロシアの存在感は大きく、原油価格の高騰などによる間接的な影響が強く懸念される。

### 1. 株式市場の関心は企業業績に与える影響へ

2022年2月24日、ロシアによるウクライナ侵攻が始まった。年初から米国金利の上昇などを背景に不安定であった株式市場は、開戦による投資家心理の冷え込みを受けて大幅に下落。一時、東証株価指数は1755.14ポイントまで下落して、2021年の上昇分を吐き出す格好となった。直近では過度の不安心理が解消されて、落ち着きを取り戻しつつあり、株式市場の関心事はロシアのウクライナ侵攻が及ぼす企業業績への影響に移行しているよう思われる。

### 2. 貿易による企業業績への直接的な影響は限定的

直接的な企業業績への影響を考えるため、まず日本・ロシア間の貿易統計を確認したい。新型コロナウイルスの影響を受けていない2019年のデータをみると、日本からロシアへの輸出額は7,826億円。日本の総輸出額に占める割合は僅か1%である。

主要品目は図表1の通り。1997年以降、自動車はロシアに対する最大の輸出品目であるが、2019年の輸出台数は14.3万台に止まり日本の総輸出台数482万台に対する構成比は3%に過ぎない。ただし、これは現地生産が進展した影響を含んでおり、実態は現地生産を含むロシア市場での状況を見る必要がある。ロシアの自動車市場は178万台（2019年）で世界第12位の規模である。このなかで日系のポジションは、現地大手メーカーを傘下に持つ日仏グループがシェア4割弱で首位であるが、これを除く日系6社のシェアは合計でも9.9%に過ぎない。多くの日系メーカーにとってロシアの存在感は輸出台数と同様に大きくないと言えよう。唯一、首位の日仏グループは、その中核であるフランスメーカーのロシア依存度が高いだけに、今後の動向に注意が必要である。

輸出品目として自動車の次に大きいのが建設用・鉱山用機械である。日本の建設機械メーカーは、米ソ冷戦を背景に、米国の競合企業に対してロシアで強い地盤を持ち、ソ連時代はパイプライン敷設工事の専用機「パイプレイヤー」などで豊富な納入実績を持っていた。2019年3月期の国内建機大手2社のCIS（ロシアを含む独立国家共同体）向け売上高は1,690億円であり建設機械セグメントの4.8%を占めるに過ぎない。収益性の高い鉱山用機械の比率が高いとみられることから売上構成比以上の損益インパクトが想定されるが、いずれにしる限定的であろう。

図表 1. 日口貿易 (2019 年)

■輸出		■輸入	
総額	7,826	総額	15,606
自動車	3,408	原粗油	4,355
自動車の部品分	913	液化天然ガス	3,375
建設用・鉱山用機械	442	石炭	2,502
ゴム製品	436	非鉄金属	2,156
原動機	371	魚介類	1,211
荷役機械	176	石油製品	660
鉱物性燃料	133	木材	508
ポンプ・遠心分離機	115	鉄鋼	293
金属製品	106	有機化合物	103
電気計測機器	88	非鉄金属鉱	80
その他	1,638	その他	363

(資料)各種資料より富国生命投資顧問作成

一方、輸入に目を向けると 2019 年のロシアからの輸入額は 1 兆 5,606 億円であり、主要品目は原粗油、液化天然ガス（以後 LNG）で全体の約 5 割を占める。原粗油については、わが国の輸入総額 7 兆 9,690 億円に対してロシアへの依存度は金額ベースで 5.5%。サウジアラビア（36%）、UAE（30%）、カタール（9%）、クウェート（8%）に次ぐ第 5 位である。2 番目の輸入品目である LNG はロシアへの依存度が同 8%。日本の総合商社が出資して 2009 年に稼働した「サハリン 2」の寄与により、豪州、カタール、マレーシアに続く輸入先となっている。ロシアからのエネルギー調達は、調達先の多様化や東日本大震災後の原発停止に伴う LNG 火力発電向けの需要増を睨んだものであり、仮に輸入が停止されても、一定期間は代替調達等により影響を抑制できるとみられる。

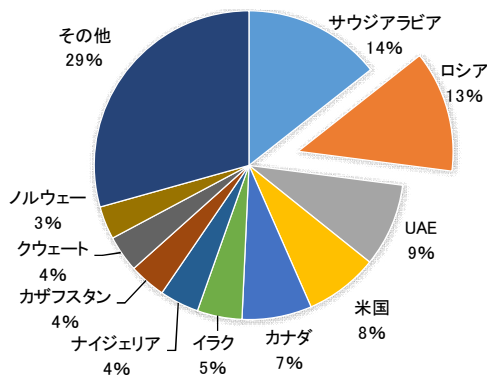
ただし、総合商社はロシアに於いて前述の「サハリン 2」に加え「サハリン 1」「アークテック LNG2」など複数のプロジェクトに出資しており、欧米のオイルメジャーと歩調を合わせてロシアから撤退した場合、数千億円の減損発生も想定される。

### 3. エネルギー大国ロシア

ここまで見てきたように輸出入からの直接的な影響は限定的であり、ロシアによるウクライナ侵攻の影響は、やはりエネルギーを中心としたコスト上昇が焦点となりそうだ。

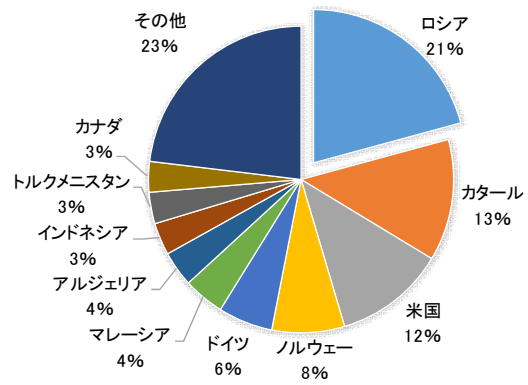
前述の通り、わが国におけるエネルギー調達先としてロシアの地位は高くないが、世界市場をみたとき、その見方は大きく変わる。2020 年の原油輸出市場においてロシアはサウジアラビアに次ぐ 2 位に位置しており、金額シェアは 13%に達する（図表 2）。天然ガスではさらに存在感が大きく、輸出市場の 2 割はロシア産である（図表 3）。

図表 2. 原油輸出額シェア (2020 年)



(資料)各種資料より富国生命投資顧問作成

図表 3. 天然ガス輸出額シェア (2020 年)



(資料)各種資料より富国生命投資顧問作成

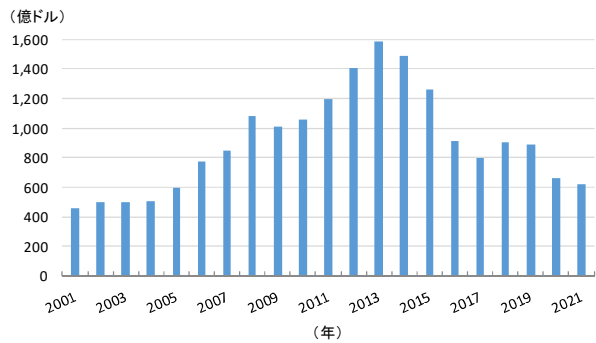
国際エネルギー機関（IEA）は2022年3月のレポートでロシアの石油供給量が4月以降は4割弱減少する可能性がある」と指摘している。輸出市場の主役であるロシアの退場は深刻な需給ひっ迫に繋がるであろう。なお、原油に関してはウクライナ侵攻以前から上昇基調にあった（図表4）。脱炭素の流れにより原油への開発投資が2013年をピークに大きく減少するなか（図表5）、需要は緩やかな増加を続けて、構造的に需給が引き締まる素地があったためとみられる。足元の100ドル/バレル超えの常態化は、ロシアのウクライナ侵攻が、この構図を一層鮮明にした結果といえよう。

図表4. ブレント原油価格



(資料) 各種資料より富国生命投資顧問作成

図表5. オイルメジャー設備投資額



(資料) 各種資料より富国生命投資顧問作成

原油価格の上昇は、油田権益といった「上流」に近い企業にとってメリットが大きい。前述の総合商社（5社ベース）は、1バレル1ドルの上昇により59億円の利益増となる。図表4のブレント原油で見れば、2021年10～12月（79.6ドル/バレル）を基準点として2022年1～3月（97.5ドル/バレル）の水準が1年間続けば、単純計算で1,056億円の増益要因が発生する。しかし、わが国の産業はエネルギー面からみれば「中流」「下流」に属する企業が圧倒的に多く、2022年度の原油価格を平均110ドル/バレルと仮定すれば東証上場企業のコストは年間5兆円程度上昇すると試算される。これは2021年度の東証上場企業の経常利益の7%程度に相当する規模であり影響は大きいといえる。単なる個人的な印象ではあるが、最近、企業への取材のなかで事業会社の「値上げ」に対する抵抗が非常に小さくなっていると感じている。従来、日本企業は価格転嫁に対して極めて慎重であったが、コロナ禍を契機とした物流費の急騰に苦しむなかでのエネルギーコストの上昇だけに、企業努力の限界を超えてきているのであろう。

加えて、エネルギー以外でもロシア、ウクライナは希少金属の供給大国であり、その影響も無視できない。自動車の排ガス触媒などに使用される「パラジウム」はロシア産が4割、半導体製造の露光工程で使用される「ネオン」、「クリプトン」はロシア、ウクライナ産が7～8割の世界シェアを占める。また、人的資源でもウクライナが旧ソ連時代に宇宙、原子力産業の中核エリアであったことから、優秀で安価な人材が多く、総合電機大手企業はウクライナに数千人規模のエンジニアリング部隊を抱えている。また、ワイヤーハーネス大手企業はウクライナに製造拠点を置き、周辺地域への供給基地としている。他にも同様な企業は多く、影響は多方面に広がる可能性があるようだ。

歴史的な経緯や地政学上の問題もあり、軽々しく善悪を論じるべきでは無いが、多くの方が財産や家族、そして命を失っていることは厳然たる事実である。数ヵ月前まで平穏に暮らしていた人々の悲劇は決して他人事ではない。一刻も早く平穏な日々が取り戻されることを願って止まない。

(富国生命投資顧問 (株) チーフアナリスト 小山 誠)