

ウクライナ危機から半年後のロシア経済・財政はどうなったのか？

KEY POINT

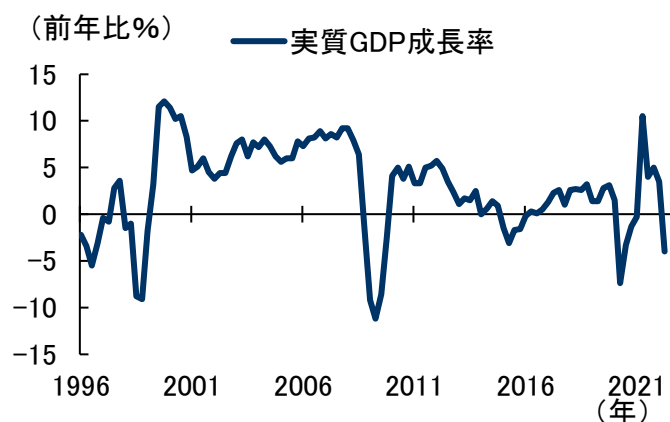
- ウクライナ危機から半年が経ち、ロシア経済は西側諸国の経済制裁によって悪化している。ただし、エネルギー輸出が継続されているため過去を超える景気後退には至らず、財政収支もまだ黒字を維持している。
- 今後、欧州の禁輸措置実施等から輸出額が減少して景気悪化が続くと見込まれる。また石油ガス収入の減少から財政収支は赤字に転落しよう。ただ、景気も財政も深刻な危機は引き続き避けられる公算だ。
- 過去の経験則からは、西側諸国の経済制裁がプーチン大統領の体制に大きな影響をもたらす公算は大きくない。しかし、半導体調達難等を通じて、経済制裁はロシアの中期展望を暗くさせることは間違いない。

ロシアによるウクライナへの軍事侵攻(以下、ウクライナ危機と略す)から半年が経過した。拙著(「[ウクライナ侵攻による経済制裁で進むルーブル安とロシア経済悪化](#)」、石川シニアアナリストとの共著)では、西側諸国からの経済制裁等により、ロシア経済はソ連崩壊時に迫る大幅なマイナス成長まで落ち込む可能性がある」と指摘した。それでは、半年が経過した今、ロシア経済は実際、どうなったのか？ 統計未発表の部分も多いが、本稿で考察していきたい。

過去より小幅マイナスだが実態はより悪化

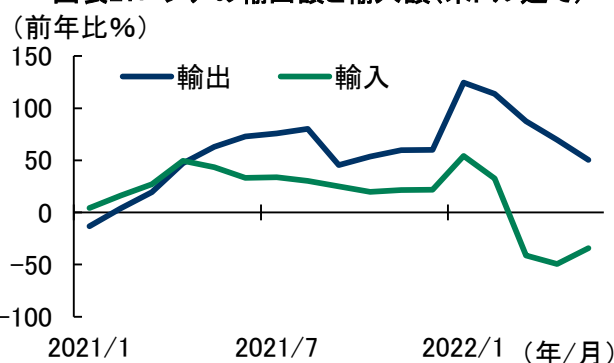
ロシア国家統計局の発表によれば、ウクライナ危機後の4～6月期の実質GDP成長率は前年比▲4.1%と5四半期ぶりのマイナス成長に落ち込んだ(図表1)。ただ、過去の深刻な経済危機(1998年のロシア通貨危機、2009年のリーマンショック、2020年の新型コロナウイルス感染)と比べれば、落ち込み幅は小さい。これを受けて、西側諸国の経済制裁は当初想定ほどの影響はなかったという疑念も報じられている。

図表1:ロシアの実質GDP成長率



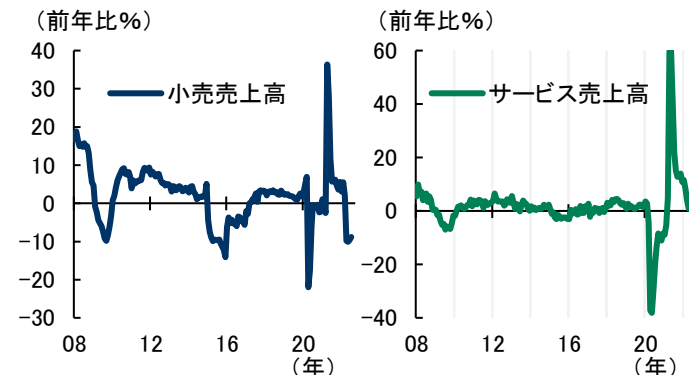
しかし、諸々の統計をみると、ロシア経済の実態はやはり悪化していると評価される。輸入減少がGDP成長率を押し上げたとみられるためだ。ロシア当局の貿易データはウクライナ危機以降公表が停止されたが、IMFのデータを見ると、2022年3月以降は輸入が大きく減少している(図表2)。つまり、GDP成長率は内需の減少と同時に輸入が抑制されたため、大きな落ち込みが避けられたと推察される。なお、ロシア国家統計局のGDP統計では需要項目別の最新値は未公表だ。

図表2:ロシアの輸出額と輸入額(米ドル建て)



輸入減少の主因は西側諸国のロシア向け輸出禁止措置、SWIFT排除や自粛によるロシア企業との取引停滞といった経済制裁の影響だろう。加えて、危機直後の大幅なルーブル安、消費者心理の悪化による個人消費の減少と外資系企業の撤退等による設備投資の減少もある。実際、サービス売上高の落ち込みは過去と比較すれば軽微だが、自動車販売を中心に小売売上高の落ち込みは相応に大きく、財輸入減少に結びつくとみられる(図表3)。なおロシア中央銀行(以下CBR)の分析から推察すると、新たな消費財の調達先確保(輸入増)や輸入代替による国内生産増により、制裁によって西側諸国からの供給が減少する中でも財消費の極端な落ち込みが回避された可能性がある。

図表3:ロシアの小売・サービス売上高(実質)



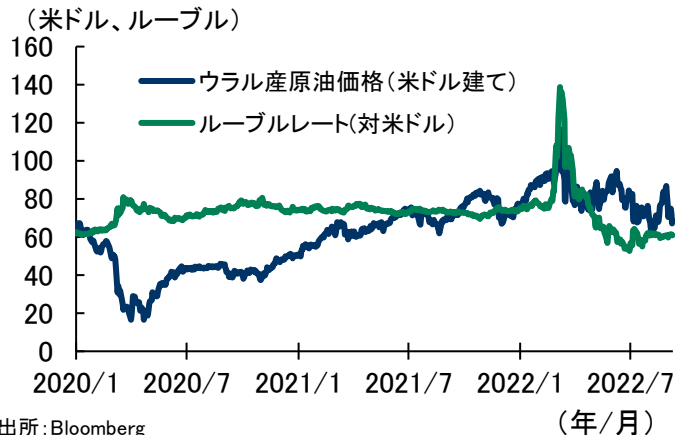
ただし、2022年3月以降、ロシアの輸入が大きく減少する一方、輸出は増勢鈍化にとどまる(図表2再掲)。明らかに西側諸国による経済制裁のうち、対ロシア向け輸出禁止よりも対

ロシア産品輸入禁止措置の効果は小さい。

ロシアの輸出に対する経済制裁の効果は小さい要因は下記3点だ。まずSWIFT排除からはガスプロムバンクや最大手銀行のズベルバンクが対象外となり、エネルギー輸入については継続されやすかったと推察される。第二に、西側諸国のロシア産エネルギー輸入禁止措置のうち、欧州諸国の場合は猶予期間が設けられたことがある。第三に、西側諸国以外の国・地域がロシア産エネルギー輸入を継続していることが挙げられる。具体的には中国やトルコ、ブラジル、インドなどが、ロシア産エネルギー輸入を実施している。

ただ輸出金額の伸び率はウクライナ危機以降鈍化しており、好調というほどの状況ではない。鉱工業生産を見ると、石油や天然ガスの生産は西側諸国からの需要減少により、伸び悩んでいる。加えて、ウラル産原油価格(米ドル建て)を見ると(図表4)、価格は概ね高水準にあるものの、ブレント原油価格と比べて20~35ドル程度割り引かれている上に、足下の価格はややピークアウト気味だ。やはり西側諸国がウラル産原油を敬遠する動きの影響が大きいということだ。

図表4:ウラル産原油価格とルーブルレート



また、ロシアの為替レート(対米ドル)がウクライナ危機時に大幅なルーブル安となった後、一転してルーブル高になったため、ルーブル建て原油価格は低下して、(ルーブル建て)輸出額の下押しに寄与したと考えられる。総じてみると、輸出は輸入ほどの悪化には至っていないとはいえ、決して状況が良いというほどではないだろう。

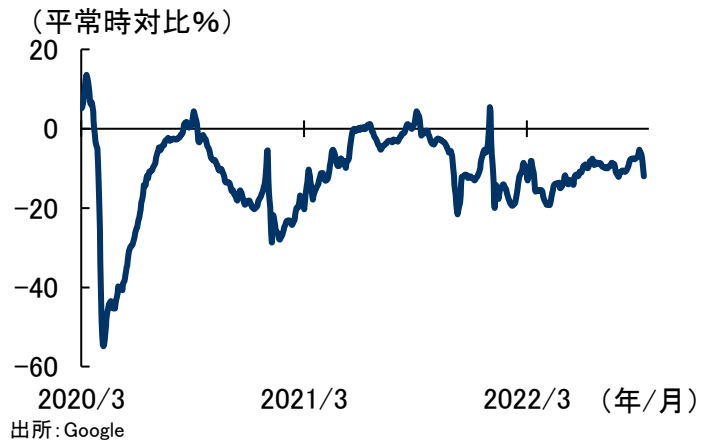
なおロシア当局の公表するデータの信憑性を疑問視する声もある。例えば、Yale大学の研究(“[Business Retreats and Sanctions Are Crippling the Russian Economy](#)”)では外資系企業撤退の結果、ロシアはGDPの40%に相当する企業を失い、30年分の海外投資を失ったとして深刻な影響を示唆した。こうした代替データを用いた分析結果は貴重だが、一方でGoogleモビリティデータを見ると、ロシアの小売・娯楽目的の外出状況はウクライナ危機以降も停滞しているとはいえ、コロナ感染初期ほどの落ち込みはみられない(図表5)。これは、公表の小売・サービス業売上高統計に似通った結果だ。

中銀の対応が奏功して通貨安は回避

ここでウクライナ危機以降に大幅にルーブル安となった後、一転してルーブル高に転じた要因について触れておこう。

ウクライナ危機直後、各国中央銀行がCBRの外貨準備資産

図表5:小売・娯楽目的の外出状況

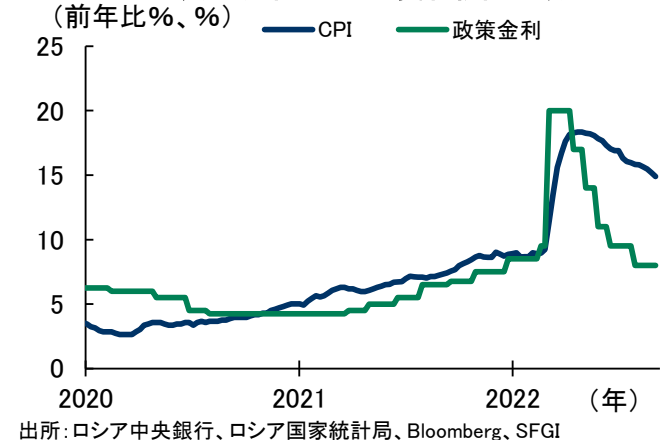


を凍結したことで、CBRは為替レートの制御手段を失い、外資系企業の事業撤退やロシアからの資金流出によって、ルーブルレートは大幅安となった。この状況が当面続くことでロシア経済に対する打撃が大きくなると当初見られていた。

しかし、その後は予想に反してルーブル高となった。ロシア軍の軍事侵攻がウクライナ軍の想定以上の反撃によって膠着状態となって新しい材料に乏しくなったことや、核使用などの最悪のケースは避けられたことなどもあり、ルーブル安に歯止めがかかったという面もある。しかし、それ以上に大きい要因はCBRの政策対応が奏功したことだ。

CBRはまず政策金利を大幅に引き上げて当初は20%とした。これにより、CPIが一時的に前年比+18%弱という高い伸び率になっても実質金利はプラスを維持し、通貨防衛の一因となった(図表6)。加えて、資本取引規制を実施したことで資金流出に伴うルーブル安圧力を封殺した。

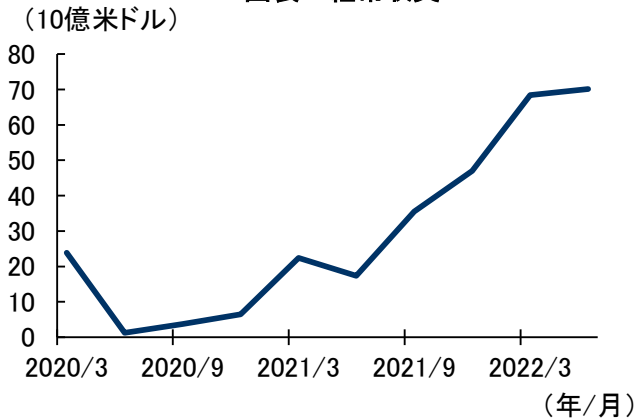
図表6:政策金利と消費者物価指数



そして、前述したように、西側諸国の経済制裁によってロシアの輸入が減少する一方、輸出は増加傾向を維持したため、貿易黒字を主因に高水準の経常黒字が維持された(図表7)。経常黒字によって外貨収入が維持され、ルーブル高要因になったと考えられる。要するに、現在のルーブルレートは官製相場に近いということだ。

4月以降、CPIのピークアウトが鮮明となっていることもあり、CBRは政策金利を積極的に引き下げ、景気下支え姿勢への転換が鮮明となった(図表6再掲)。9月の金融政策決定会合でも利下げの実施が見込まれている。

図表7: 経常収支



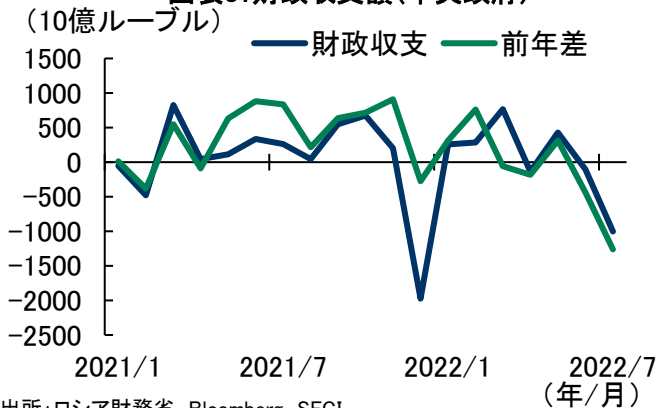
出所: ロシア中央銀行、Bloomberg

財政収支は足下悪化の兆し

ロシア経済が悪化している中で注目されるのは財政収支だ。ウクライナ危機以降、戦線が長期化していることで防衛費の膨張によって深刻な財政危機になると報じられたこともある。4月以降の歳出データの内訳が入手できず詳細はわからないが、統計上は財政が深刻な危機になっている様相はない。1~7月累計の財政収支は約4820億ルーブルの黒字(対GDP比+1.3%程度と試算される)を維持している。前述したように西側諸国のロシア産エネルギーの輸入禁止措置の効果が当初は限定的であることや、エネルギー価格高止まりもあり、輸出が途絶えていないことで、石油ガス収入(原油や天然ガスの輸出や採掘による税金)が前年より増加しているためだ。なお、ロシア財務省の定義によれば、石油ガス収入にはエネルギー企業の法人税等が含まれていないため、実際の石油ガス収入は統計よりももう少し大きいと推察される。

ただし、年初累計額ではなく単月の金額で財政収支をみると、ウクライナ危機以降に徐々に悪化している(図表8)。

図表8: 財政収支額(中央政府)



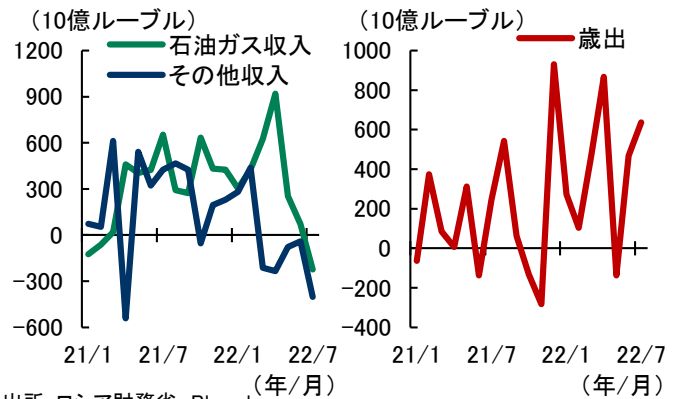
出所: ロシア財務省、Bloomberg、SFGI

内訳を見ると、頼みの綱であった石油ガス収入が減少し始めている(図表9)。石油ガス収入はウクライナ危機直後は改善していたが、その後は悪化して7月は前年差マイナスまで落ち込んだ。欧州諸国以外の西側諸国のロシア産エネルギー取引の回避やルーブル建て価格下落の効果が出始めている。欧州のロシア産エネルギー輸入禁止措置が今後実施されていけば、財政がさらに悪化する公算が大きいとみられる。

加えて、その他収入(付加価値税や輸入関税による歳入)も減少している。要因は、国内景気の悪化だ。一方、歳出は防衛費や景気対策のために、振れを伴いながらも増加傾向だ。

その結果、収支は悪化傾向となっている。

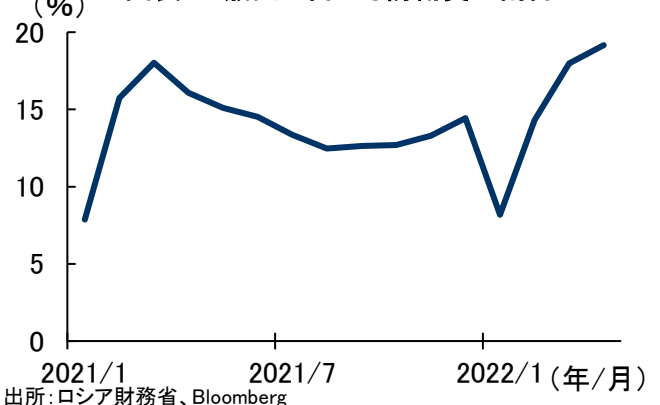
図表9: 財政収支・内訳・前年差



出所: ロシア財務省、Bloomberg

報道ベースのデータを加味すると、2022年4月までに防衛費は歳出の約20%の割合まで拡大した(図表10)。5月以降も防衛費の増加が同様のペースで維持されれば、その割合は40%にも達する見込みであり、財政収支を圧迫する要因となろう。ちなみに、防衛費の項目には含まれない防衛関連支出もあり(例えば防衛産業への補助金など)、実際には防衛関連支出はより大きいとみられる。

図表10: 歳出に占める防衛費の割合



出所: ロシア財務省、Bloomberg

なお、6月にロシアが100年ぶりに外債建てソブリン債のデフォルト状態に陥ったことが話題となったが、これは西側諸国の金融制裁によって外債建て債務の支払いを米ドルで行うことが拒絶されている状況にあるためだ。経常収支や財政収支が大幅に悪化して外債が枯渇し、支払い不能となっているわけではない。同デフォルトはロシア経済が国際的なネットワークから外れていることを示す象徴的な意味合いが大きく、ロシア経済の深刻な悪化や国際的なシステムリスクの高まりを示唆しているわけではないだろう。

悪化は続くが深刻ではない見込み

今後のロシア経済・財政の見通しはどうか。まず頼みの綱のエネルギー輸出については、中国やインドなどが今後ロシアからの原油輸入をさらに増加させる可能性はある。しかし、World Integrated Trade Solutionの2021年のデータによると、米国・EU・英国・日本のロシア産エネルギー関連輸入(HS27を使用)金額はブラジル・中国・トルコ・インドの4カ国の2倍だ。後者4カ国の経済情勢や石油精製能力の制約から考えると、今後の欧州など西側諸国のロシア産エネルギーの輸入減少を完全に相殺することは困難と評価される。

そう考えると、輸出は中国などとの取引継続が今後も見込まれ下支えされるものの、次第に減速感が強まっていき、前年割れに転じる公算が大きい。ブレントなど国際的な原油価格が足下低下傾向となっており、輸出価格の頭打ち感が強まることも逆風になるだろう。

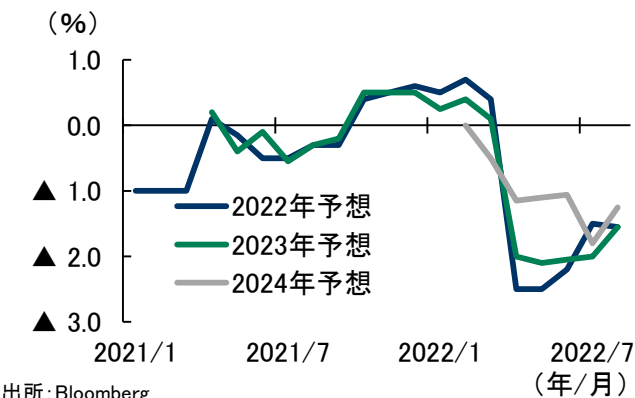
一方、内需については、ロシア政府による景気下支え策や防衛産業への需要、ルーブルレートの安定、インフレ鈍化による消費者心理の改善などが今後の押し上げ要因になるとみられる。しかし、西側諸国の経済制裁は今後も継続するため、モノ不足の状況が根本から改善する公算は小さい。また撤退した外資系企業が戻ってくることもなく、先行きの不確実性から民間設備投資の本格回復が見込める状況にはないだろう。内需は引き続き弱い動きが続くとみられる。

内需の弱さが続く中で、今後は輸出による下支えが縮小していくことから、ロシア経済の悪化が続く公算が大きい。引き続き過去と比べて深刻な落ち込みにはならないとみられるが、来年も景気悪化は続く見込みだ。IMFも7月の世界経済見直し改定で2022年を+2.5%PTの上方修正(▲6%)とした一方で、2023年を▲1.2%PT下方修正(▲3.5%)としている。

この景気見通しの上で財政収支を考えると、まず石油ガス収入は原油価格低下やエネルギー輸出の減速に伴って悪化していくだろう。ただ、輸出が完全に断絶されるわけではなく、完全に収入が途絶えるわけではないとみる。その他収入については、景気が弱く中で法人税や付加価値税の大幅増は期待しにくい。一方でウクライナ危機収束の目は立たず防衛費の増大が見込まれ、また西側諸国からの制裁が続く中では景気下支えのための政府支出も大幅縮小は困難だろう。歳出の増加傾向は続くのではないかと。

以上から、財政収支も景気と同様に今後、悪化傾向が続くとみている。2022年の財政収支(年初来累計額)は年後半に赤字へと転落し、2023年も赤字となろう。市場予想では2024年まで財政赤字が続く見込みだ(図表11)。ただ、財政赤字幅はGDP比▲2%未満にとどまり、過去の危機時には▲4%を超える赤字幅であった点から鑑みれば、限定的だ。今後もウクライナ危機の帰趨次第ではあるが、ロシア経済・財政は深刻な危機は回避される見込みだ。

図表11:ロシアの財政収支・市場予想



経済制裁による体制変革は困難か

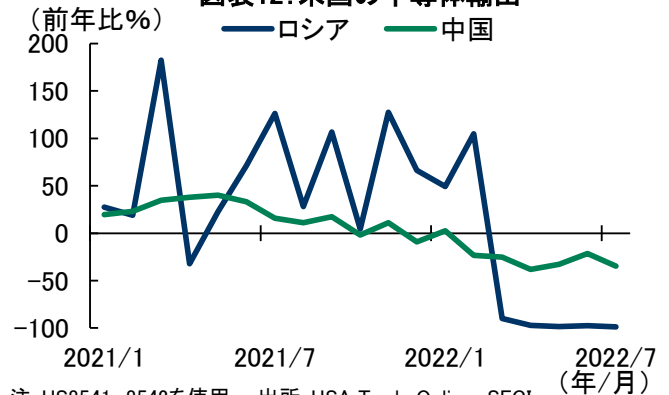
最後に、以上のロシア経済の見直しから得られる示唆を考えてみよう。ウクライナ危機が勃発した直後、世界では西側諸

国の素早い経済制裁の発表を受け、制裁によってロシア経済が深刻な打撃を受けて、プーチン大統領体制に影響が及ぶ(支持率低下や政権基盤の揺らぎによる体制変革)と期待した。しかし、ロシア経済の主力品であるエネルギー輸出が断絶されず、過去の深刻な危機を超える経済や財政への打撃が統計上は確認されない。これにより、プーチン大統領体制への影響は限定的とみられ、西側諸国の制裁には期待されたほど効果がないとの趣旨で報じられる場合もある。

しかし、本稿でみたように西側諸国の経済制裁が無意味ということは全くない。ウラル産原油価格の頭打ちや石油・ガスの生産減、輸入断絶による強制的な内需の下押しといった点から、経済制裁の影響はロシアの公式統計からも確認される。欧州諸国のロシア産エネルギーの禁輸が本格的に実施されれば、今後輸出の減速はより鮮明となり、経済制裁の影響はまだまだ発現する余地があろう。ウクライナ危機の収束が見てこない限り、ロシア経済への打撃は今後も続いていく。

長い目で考えれば、経済制裁はロシアの潜在成長率を低下させる可能性が非常に高い。外資系企業の撤退・新規進出の停止は資本ストックを毀損させ、TFP(全要素生産性)を大きく下押しさせるだろう。また、ロシア向け半導体輸出の大幅な減少は、ロシアにとって経済面への影響に加えて、軍事面にも影響が大きい。半導体は軍事・ビジネス双方の面から重要な軍民両用技術と言われるが、半導体製造能力に乏しいロシアにとって、半導体調達が困難なままとなることは安全保障上にとっても大きな脅威だろう。米国の半導体輸出をみると(図表12)、対立している中国よりもロシア向けの落ち込みは非常に大きくほぼゼロだ。中国以上にロシアが置かれている状況は中期的にかなり厳しいと言えそうだ。

図表12:米国の半導体輸出



最後に、経済制裁を続けていけばプーチン大統領体制に影響はいつか出るのか。Castellum.AIのデータによれば、ロシアへの経済制裁数は11,895件となり、イラン(3,665件)、シリア(2,634件)、北朝鮮(2,097件)をはるかに凌駕する規模となった。強力な経済制裁の影響は当然看過はできないだろうが、過去を見れば制裁は上記3カ国の政権体制の大幅な変革には(一時的な姿勢の変化はあったとしても)結びついていない。上記3カ国とロシアの政治体制等が異なることから単純比較はできないが、経験則からは経済制裁による体制変革のハードルは高そう。しかし、空前の規模の経済制裁が今後も続くことで景気停滞が現実視される中、プーチン大統領体制は頑健性を維持できるのか、今後注目したい。

宮嶋貴之

ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 眞樹 (おがわ まき)
執行役員 兼 金融市場調査部長
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『〈新版〉本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明 (かんの まさあき)
金融市場調査部
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



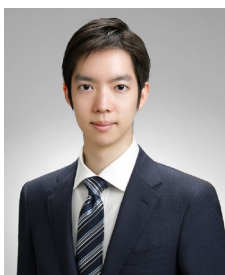
石川 久美子 (いしかわ くみこ)
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)
金融市場調査部 担当部長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)
金融市場調査部 アナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所に入社。エコノミストとしてアジア・日本経済、不動産・五輪・観光等を担当。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

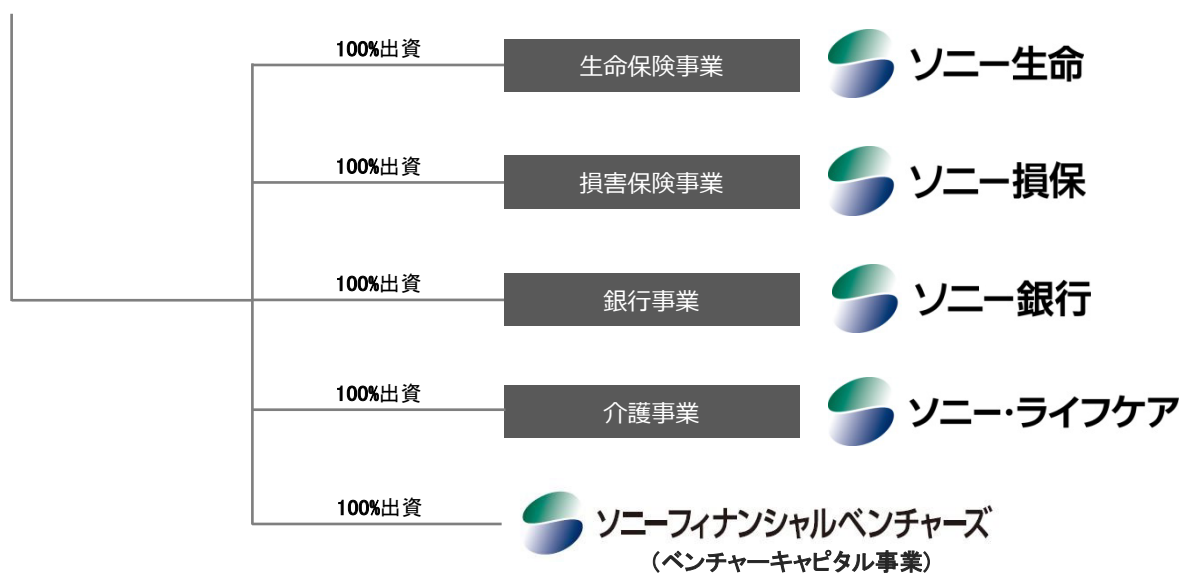
本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様に提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfg.co.jp>