

2022年8月19日 全7頁

対ロシア制裁は失敗なのか

ロシア経済は、2年連続マイナス成長予測

経済調査部 エコノミスト 増川 智咲

[要約]

- 2022年7月、ロシア中央銀行(中銀)は、政策金利をウクライナ侵攻以前の水準(9.5%)を下回る、8.0%に引き下げた。ルーブル相場が安定し、消費者物価の上昇速度が鈍化している点が背景にある。これにより、西側諸国による制裁の効果に疑問を持つ声が大きくなっている。
- 西側諸国による対ロ制裁は、主にロシアの内需に影響を与えている。ハイテク品などの輸出規制で、資本財を輸入に依存する製造業が落ち込んでいるほか、前年比二桁のインフレ圧力を背景に実質賃金が大きく減少し、小売への影響も見られる。他方で、ロシア産エネルギーの輸入規制の効果は2023年になるまで見えにくい。
- ロシア中銀とIMFは、ロシアの2022年の成長率予測を上方修正し、2023年を下方修正した。2022年は、制裁の影響で内需の悪化が進む一方、ロシアからのエネルギー輸出が底堅く推移すると見込まれるためである。しかし、2023年になると、EUによるロシア産エネルギー輸入停止の効果が発現するとみられる。この影響で、2023年のロシアの実質GDP成長率は、2年連続でマイナスとなる可能性が高い。制裁の影響は長期化し、ロシア経済が安定した成長路線に戻る道筋は見えにくい。今般の制裁は失敗ではなく、ロシア経済に負の影響をもたらしていることは確かと言えるだろう。

ロシア中銀は追加利下げを実施。制裁の効果は小さいのか

ロシアによるウクライナ侵攻から約6カ月が経過した。しかし、戦争終結へ向けた道筋は依然として見えない。この間、日・欧米諸国は対ロ制裁を発動し、強化してきた。2022年2月以降、西側諸国が実施してきた制裁の内容は、主に4つに分けられる。①資産の凍結等を含む、プーチン大統領等「個人」に対する制裁、②ロシアの一部銀行をSWIFT(国際銀行間通信協会)システムから排除したほか、ロシア中銀が米欧日の中銀に持つ外貨資産を凍結した「金融分野」の制裁、③ロシア産エネルギーや食品の輸入を停止する「輸入規制」、④ハイテク品などの対ロシア輸出を制限する「輸出規制」である。

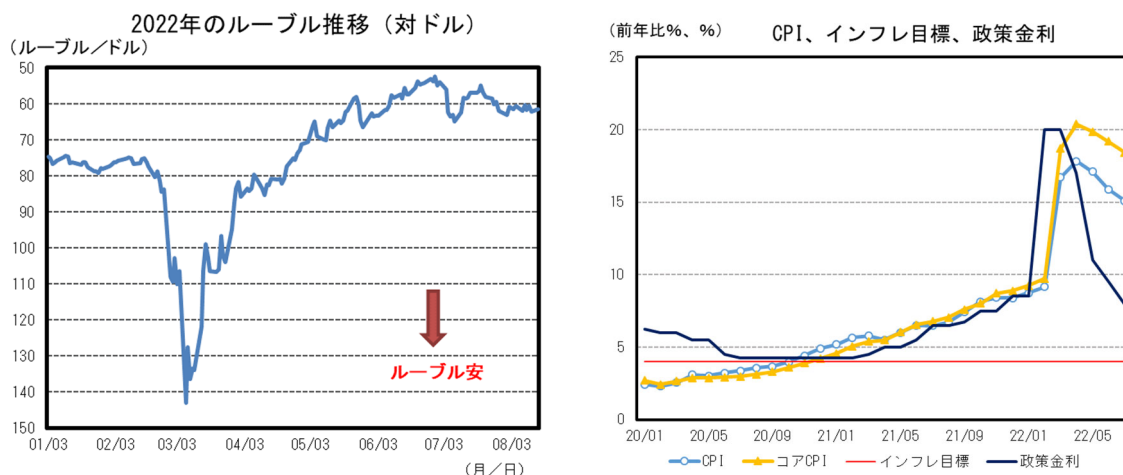
しかし、その効果については疑問の声も大きい。ルーブルが対ドルで堅調に推移していること

や、消費者物価（CPI）の上昇速度がここ数カ月鈍化している点はその背景にある（図表1）。

ルーブルは、対ロ制裁が発表された2月末に対ドルで急落し、3月上旬に過去最安値を付けたが、その後回復基調にある。制裁発動後も、ロシアからの輸出が底堅く、貿易収支が黒字を計上し続けていると推測されるためである。CPIは3月以降、5カ月連続で前年比二桁台の上昇率となったが、上昇率は4月から4カ月連続で鈍化した。ロシア中銀は7月22日、政策金利をウクライナ侵攻以前の水準（9.5%）を下回る8.0%にまで引き下げると発表した（7月25日から実施）。2月末の緊急利上げで政策金利は一気に20.0%に引き上げられたが、4月以降の利下げ幅は合計12.0%pt（20.0%→8.0%）となった。これらを見ると、制裁の効果に疑問を持つ声が出るのも当然と言えるだろう。

とは言え、主要経済指標を見ると、ロシア経済が安定した成長を遂げているとは言い難い。小売売上高や鉱工業生産は足元で悪化している。本稿では西側諸国がこれまで実施してきた制裁の何が効き、何が効いていないのかを概観し、今後のロシア経済の見通しをまとめたい。

図表1 2022年のルーブル推移（対ドル）、CPI・インフレ目標・政策金利



輸入規制の抜け道が露呈

制裁の効果に疑問符が付く理由は、主に西側諸国の輸入規制に抜け道があるためと考えられる。ロシアの貿易統計は2022年3月以降更新されていないが、経常収支が3月以降も黒字であることから、貿易収支も黒字が続いていると推測できる。黒字を維持していると推測する最大の根拠は、好調なエネルギー輸出である。

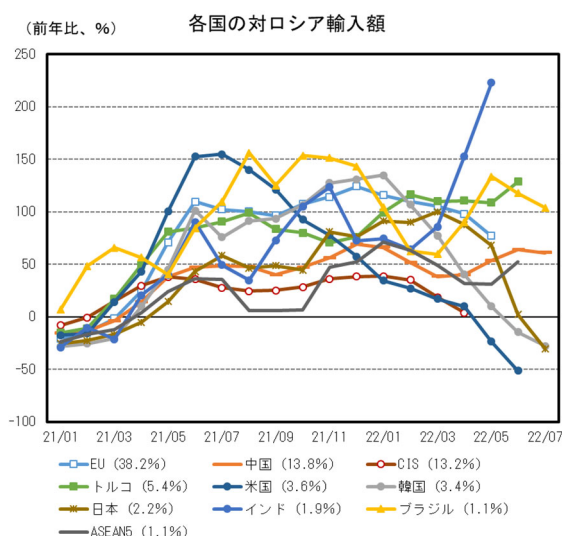
米欧が輸入規制に動いている中でも、エネルギー輸出が好調である理由には、以下の3点が考えられる。1点目は、ロシア産原油の代表である、ウラル産原油先物価格の上昇である。ウラル産原油先物価格は、米国のWTI、欧州のブレント先物と比較すると割安ではあるが、6月半ばごろまで歴史的に見て高い水準で推移してきた。制裁に参加していない国々が、歴史的に高水

準にあったウラル産原油を積極的に購入することで、制裁の効果が緩和されることとなった（対ロ制裁に加わっていない国々については後述）。

2点目は、ロシア産エネルギーの輸入停止に移行期間が設けられている点である。ピーターソン国際経済研究所によると、2022年8月半ば時点で、エネルギー全般の輸入を停止しているのは、ロシア産エネルギーへの依存度が低い、米国、カナダ、オーストラリアの3カ国に留まっている¹。そもそも、ロシアからの3カ国に対する輸出額は、全体の約4%（2021年）と小さい。ロシア産エネルギー最大の顧客はEUであり、ロシアの輸出額全体の約38%を占めている。その内約67%がエネルギー輸入である。EUがロシアからのエネルギー輸入を即座に停止できれば、制裁としての効果は大きいだろうが、実際は石炭、原油、石油製品それぞれに移行期間（石炭は2022年4月の発表から4カ月、原油、石油製品は5月の発表からそれぞれ6カ月、8カ月）が設けられている。段階的にエネルギー輸入を止める過程にある2022年中は、EUによる輸入規制の効果は表れにくい。

3点目は、制裁に加わっていない国々がロシア産エネルギーの代替輸出先となっている点である。制裁に加わっていない国々は、ロシアの輸出金額の約50%を占める。図表2は、各国の対ロ輸入額を前年比で表したものである。制裁参加国である米国、日本、韓国の輸入額が前年比で大きく低下しているのに対し、制裁に加わっていないインドやブラジルの対ロ輸入額は大きく増加している。インドは、アジアで中国に次ぐ石油精製能力を持つが、精製用の原油を輸入に依存している。そのため、割安なウラル産原油を購入し、石油製品を高価格で輸出することで、価格マージンを得るインセンティブが大きい。またブラジルは、ロシアへの依存度の高い、化学肥料や小麦の輸入を増加させている。

図表2 各国の対ロシア輸入額



(注) () 内は、2021年のロシアからの輸出額全体に占める各国の割合。

(出所) 各国統計より大和総研作成

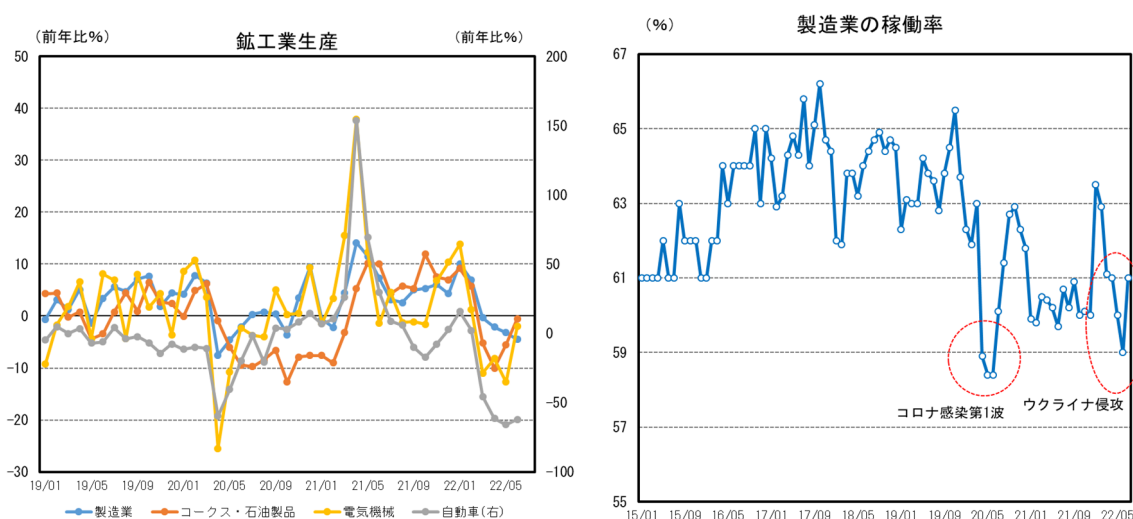
¹ ピーターソン国際経済研究所ウェブサイト “Russia’s war on Ukraine: A sanctions timeline,” August 15, 2022, PIIE (2022年8月19日アクセス)

輸出規制や SWIFT からの排除は、ロシア内需に打撃

とは言え、ロシアの実体経済を見ると、制裁の効果は無視できるものではないことも確かである。それは、生産や小売に表れている。

ロシアの鉱工業生産（製造業）は、3月から4カ月連続で前年比マイナスとなった（図表3左）。セクター別に見ると、「自動車（2022年3-6月平均、前年比▲58.3%）」、「タバコ（同▲22.2%）」、「電気機械（同▲8.4%）」、「木製品（同▲7.2%）」、「コークス・石油製品（同▲5.3%）」の減少幅が大きい。これら以外でも、指数が発表されている24の製造業セクターの内、2022年3-6月の平均が前年比でマイナスとなったのは15セクターに及んだ。製造業全体の稼働率は、6月に60%を切る水準にまで低下し、2020年春頃のコロナ感染「第1波」に次ぐ低さとなった（図表3右）。

図表3 鉱工業生産、製造業の稼働率

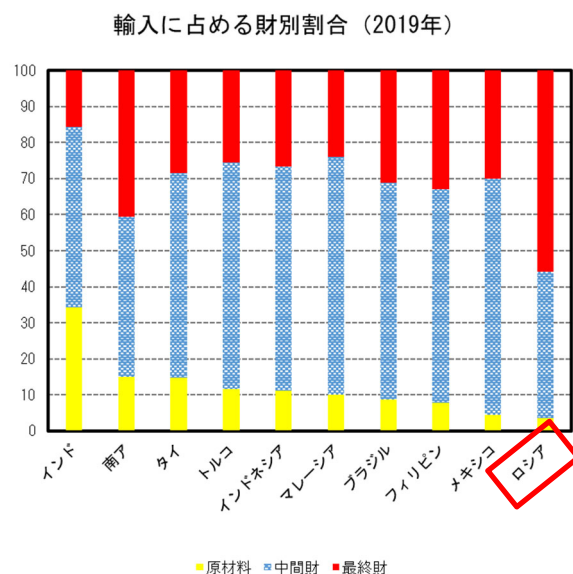


（出所）ロシア国家統計局より大和総研作成

生産の落ち込みの主因は、西側諸国が実施した輸出規制や SWIFT システムからの排除に加え、外資のロシア市場からの撤退にあると考えられる。ロシアの最大輸入相手国である EU は、半導体等のハイテク品、電子機器製造の技術、機械部品、軍用に転換可能な耐久財（ドローン等）や、ぜいたく品の輸出規制を実施している。ロシアは他国と比べ、最終財の輸入依存度が高く（輸入金額の約 60%、図表 4）、その多くを、食品や農林水産品、化学製品、自動車等の「消費財」や、一般機械、電気機械、輸送機械などの「資本財」が占めている。今般の制裁では、「自動車」、「電気機械」、「コークス・石油製品」セクターで資本財不足が生じている可能性が高い。

さらにロシアの一部銀行が SWIFT システムから排除されたことで、企業が輸出入に係る代金の支払いを行えなくなったことや、国際的な批判を避けるため、一部の外資がロシア市場から撤退したこと、制裁参加国がエネルギー以外の財（木材、酒類等）の輸入を早期に停止した影響が、幅広いセクターにおける生産の落ち込みにつながっているとみられる。

図表4 輸入に占める財別割合（2019年）



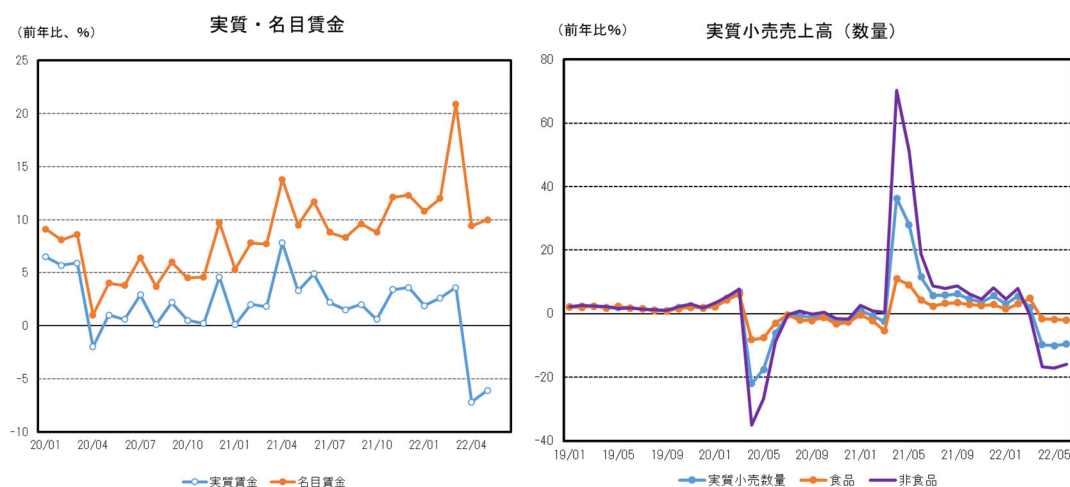
（出所）RIETI-TID2019 より大和総研作成

物価や小売への影響も大きい。今般の制裁では、食品や農林水産品といった生活必需品の輸入を続けることが可能²であることから、ロシア経済はハイパーインフレに陥るリスクを回避できた。しかし、ロシア企業による貿易決済が困難となったことで、国内が「モノ不足」状態に陥ることは避けられなかった。国内の需給ひっ迫で、CPIは3月以降二桁の上昇率が続き、2022年4、5月の実質賃金はそれぞれ前年比▲7.2%、同▲6.1%と、2020年4月以来のマイナスとなった（図表5左）。実質賃金の減少は消費者の購買力の低下につながり、4月から3カ月連続で小売売上高（前年比）は減少した（図表5右）。特に、「非食品」は3カ月連続で二桁の減少と、その落ち込みが大きかった。

ここ数カ月、CPIの上昇スピードが落ちているのは、消費者の購買力が低下し需要が収縮したことの裏返しと考えられる。これらの点に鑑みると、制裁がロシア内需に与えた影響は決して小さくはないと言える。

² 欧州委員会ウェブサイト “EU sanctions against Russia explained”（2022年7月25日アクセス）

図表5 実質・名目賃金、実質小売売上高（数量）



（出所）ロシア国家統計局より大和総研作成

エネルギー輸入規制の効果は2023年まで待つ必要がある

ロシアが7月に発表した2022年4-6月期の実質GDP成長率は、前年比▲4.0%と5四半期ぶりのマイナスとなった。内訳は執筆時点（8月18日）でまだ発表されていないが、月次データに基づくと、輸出が好調であった一方で、個人消費や民間投資が大きく落ち込んだものとみられる。

ロシア中銀とIMFが7月に発表したロシアの2022年の実質GDP成長率予測は、それぞれ前年比▲4.0-▲6.0%、同▲6.0%となった（図表6）。どちらも、4月予測から上方修正された。制裁でロシアの内需が打撃を受ける一方で、輸出への悪影響は「抜け道」の存在から、想定されていたほどの規模にはいたらないとの判断があったものと考えられる。

図表6 ロシア中央銀行とIMFによる実質GDP成長率予測

	2022年	2023年
ロシア中央銀行予測		
2022年4月時予測	▲8.0-▲10.0%	▲3.0-+0.0%
2022年7月時予測	▲4.0-▲6.0%	▲4.0-▲1.0%
IMF予測		
2022年4月時予測	▲8.5%	▲2.3%
2022年7月時予測	▲6.0%	▲3.5%

（出所）ロシア中央銀行、IMF “World Economic Outlook Update, July 2022: Gloomy and More Uncertain”より大和総研作成

他方で、2023年の成長率予測に関しては、ロシア中銀・IMFともに▲1.0%pt程度の方修正となった³。ロシア中銀は、2023年にプラス成長へ転換する可能性も視野に入れていた、4月の予測を下方修正した形である。2023年は、EUによるロシア産エネルギー輸入が大きく減少し、制裁の「抜け道」の大半が塞がれることとなるとみられる。EUが購入していたロシア産エネルギーは、西側諸国からの制裁発動後、特に積極的にロシア産エネルギーを購入しているインドや中国、トルコで代替できる規模ではないため、その効果は表れやすいだろう。また、追加制裁として、ウラル産原油の取引価格に上限を設定する等の措置も議論がなされている。ロシア産エネルギーを巡る包囲網は固められつつあり、2023年になって外需の悪化がロシア経済の足かせとなる可能性が高まっている。

このように、西側諸国による対ロ制裁が、すでにロシアの内需に影響を与えていることは確かである。2023年には、ロシアからのエネルギー輸出への影響が大きく出始めるとみられる。ロシア経済は2022年、2023年と2年連続でマイナス成長となる可能性が高まっている。制裁の影響は長期化し、ロシア経済が安定した成長路線に戻る道筋は見えていない。今般の制裁は失敗ではなく、ロシア経済に負の影響をもたらしていることは確かと言えるだろう。

³ 両者とも、2023年も戦争状態が続いている想定に立っているものとみられる。