

2023年10月4日 全6頁

# 疲弊の色が濃いロシア経済

## 制裁と拡張的財政政策の影響で、インフレとルーブル安の負の循環

経済調査部 シニアエコノミスト 増川 智咲

### [要約]

- IMFは、ロシアの経済成長率が2023・24年にプラス成長となると予測した。前年の反動に加え、政府の拡張的財政政策が景気を浮揚したことが背景にある。「プラス成長＝力強いロシア経済」というわけではない。
- 戦争状態がもたらした経済のゆがみも、インフレという形で鮮明となっている。インフレの背景には、①拡張的財政政策で押し上げられた需要に見合うほどの供給が確保できないこと、②制裁の影響によるルーブル安で、輸入品の価格が上昇していることが挙げられる。インフレ圧力が続く限り、ルーブルには下落圧力がかかる。さらに財政赤字の拡大も、ルーブル安に拍車をかけるだろう。そうなれば、輸入物価の上昇を通じて、国内のインフレ圧力が一段と高まる。ロシア経済は、そのような負の循環に陥りつつある。
- ロシア国内では外貨が不足しており、国民の外貨へのアクセスは限られている。国民は、高インフレ下で自身の資産価値の目減りに直面している。民心の離反につながりかねない。2024年3月に大統領選挙を控える中、政策運営はますます困難を極めると考えられる。

### プラス成長の要因は、前年の反動と政府の景気支援策によるもの

IMF（国際通貨基金）は、2023年7月に発表した世界経済見通しの中で、2023年のロシアの実質GDP成長率を前年比+1.5%、2024年を同+1.3%とした。2023年は、前回（2023年4月）から+0.8%pt上方修正され、2年ぶりのプラス成長となる予測である。これを見ると、制裁下でもロシア経済が安定的な成長を遂げているかのように思える。しかし実際は、戦争状態の長期化と西側諸国からの制裁の影響で、ロシア経済は大きな打撃を被っている。

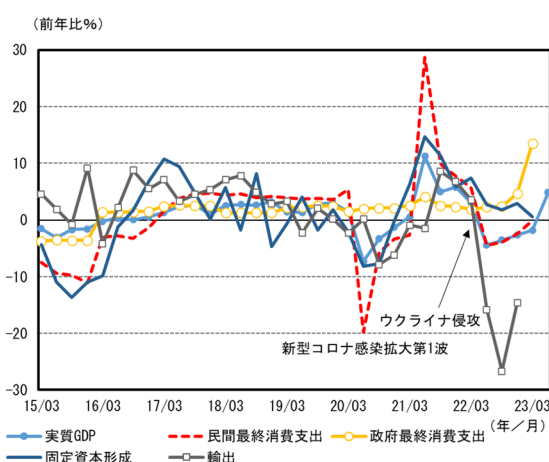
最初に、2023年のロシア経済がプラス成長の予測となる理由をみていきたい。2023年上半期の実質GDP成長率は前年比+1.6%と、2021年下半年期以来のプラスとなった。これには2つの理由がある。1点目は、2022年2月のウクライナ侵攻によってロシア経済が受けた悪影響が、1年を経て一巡したことにある。ロシア経済は、西側諸国による制裁の影響で、2022年4-6月期に前年比▲4.5%と大きく落ち込んだが、2023年4-6月期は同+4.9%と5四半期ぶりにプラス成

長となった。

2点目は、政府による拡張的な財政政策が内需を押し上げた点である。需要項目別データの取得が可能な2023年1-3月期のGDPを見ると、成長を牽引したのは政府最終消費支出で、前年比+13.5%とデータの取得が可能な1996年以降で最大の伸び率となった(図表1)。政府最終消費支出には医療費や介護費のうちの保険給付分のほか、防衛サービスや警察、消防が含まれる。戦時体制にあるロシアでは、防衛サービスに係る支出が増加するため、この部分が大きくなりやすい。また、2023年1-3月期は民間最終消費支出も堅調であった。民間最終消費支出は、ウクライナ侵攻直後の2022年4-6月期に大きく減少したが、その後は回復をみせ、2023年1-3月期にはウクライナ侵攻前(2021年10-12月期)の水準にまでほぼ回復した。政府が最低賃金の引上げや年金支給額を増額するなどして、消費を下支えしたことが背景にある。

このように、2023年上半期のプラス成長は、統計上の反動と政府の財政拡大による影響が大きかったといえるだろう。そして2023年後半以降も、政府は財政支出を通して景気浮揚を図るとみられる。特に、大統領選挙が控えている2024年3月に向けて、バラマキ政策に傾倒する可能性がある。ロシアでは、2023年に入ってから財政赤字が拡大しているため、景気対策の財源として、ソブリンファンドである国民福祉基金(2022年末にGDP比6.8%の規模)が充てられている。反動効果が剥落した2024年も、ソブリンファンドを用いた景気浮揚策が奏功する限り、プラス成長を維持することは可能だろう。ただし、大統領選挙後は財政支出に息切れが見られることで、2023年ほどの勢いは期待しにくい。裏を返せば、ロシア経済が2023、24年にプラス成長となり得るのは、政策主導に因るところが大きいという点で、ロシア経済の真の力強さを表すものではないといえる。

図表1 GDP 需要項目別伸び率(前年比)



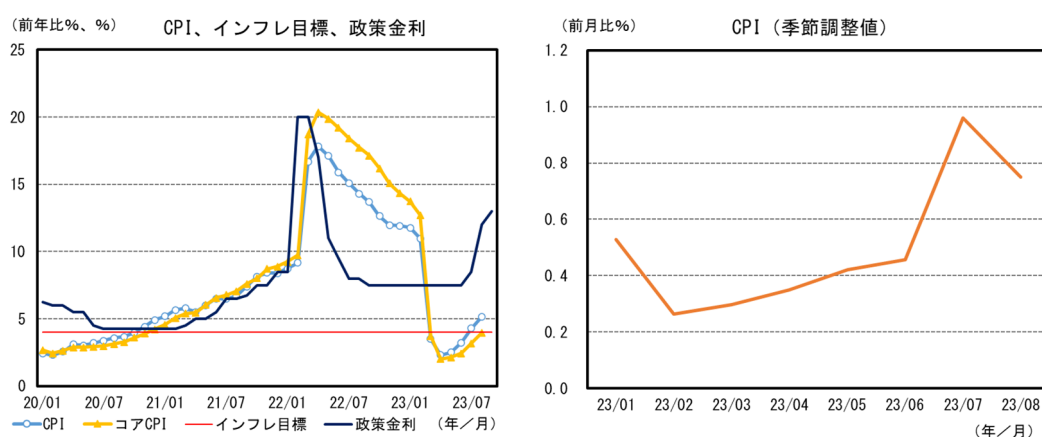
(出所) ロシア連邦国家統計局より大和総研作成

## インフレ圧力の高まりは、国内需要の喚起政策と制裁による影響が大きい

戦争状態がもたらした経済のゆがみも鮮明になりつつある。その一つがインフレである。ロシアのCPIは2022年3月以降、前年比+10%を超える上昇率であったが、ウクライナ侵攻による影響が一巡した、1年後の2023年3月以降は前年の反動で、インフレ目標（前年比+4.0%）を下回る一桁に落ち着いていた。しかし、同年7月になるとCPIは同+4.3%と再び上昇率が拡大し、8月には同+5.1%とインフレ目標を大きく上回った（図表2左）。前月比でも、7月に+1.0%、8月に+0.8%と上昇率が加速したことが分かる（図表2右）。さらに、食品やエネルギーを除いたコアCPI（前年比）も、2023年5月以降4カ月連続で伸び率が拡大した。

これに対し、ロシア中央銀行（中銀）は、2023年7月に約1年半ぶりとなる利上げ（1.0%pt）を実施し、8月の緊急会合では3.5%pt、9月には1.0%ptの追加利上げを決定した。これによって、3か月の利上げ幅は、5.5%ptに上った。その理由として、ロシア中銀は、供給を上回る国内需要の増加、人手不足、ルーブル安を挙げ、インフレ圧力が幅広い財・サービスに広がり、期待インフレ率が上昇していることに警戒感を示した。

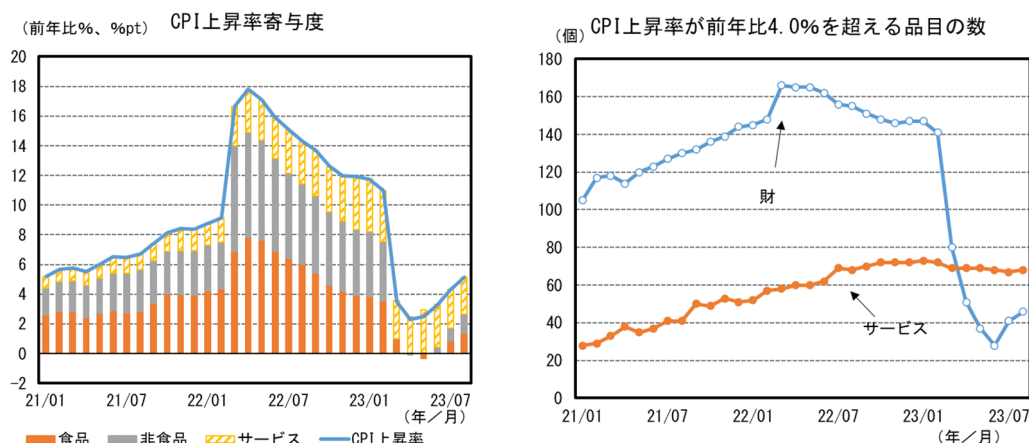
図表2 ロシアのCPI、インフレ目標、政策金利（左）とCPI（季節調整値）の前月比（右）



（出所）ロシア中央銀行より大和総研作成

CPI 上昇率の内訳を見ると、2022年3月から足元まで、サービスの前年比寄与度は2.5%～3.0%ptと高水準を維持してきた（図表3左）。これは、外資が撤退したことや戦争状態によって人的損失が生じ、労働需給が逼迫したことが主因と考えられる。食品や非食品といった財に関しては、2022年を通して最も寄与度が大きかったが、2023年3月から6月までは、前年の反動でプラスの寄与度が縮小（またはマイナスの寄与度）した。しかし、2023年7、8月に再びプラスの寄与度が拡大している。CPIの構成目内の、前年比+4%（インフレ目標の水準）を超える上昇率であった品目数を調べると、サービスは横ばいであるのに対し、財は2023年7、8月と2カ月連続で増加した（図表3右）。その内訳を見ると、果物・野菜、肉、砂糖、卵といった食品のほか、石油製品、乗用車、家電、楽器、TV・ラジオが挙げられる。非食品では、輸入に依存している品目の価格上昇が目立っている。

図表3 CPI上昇率寄与度（左）と、CPI上昇率が前年比+4.0%を超える品目の数（右）



(注) 右図のCPIを構成する品目数は、データの取得が可能な170品目(財)・75品目(サービス)を対象とした。

(出所) ロシア中央銀行より大和総研作成

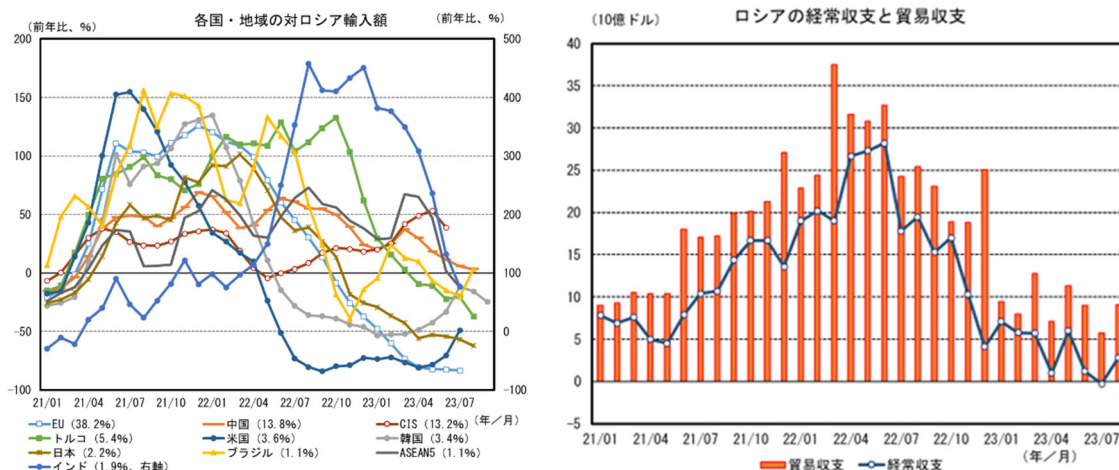
このように、ロシアでインフレ圧力が根強い背景には、対ロシア制裁の効果が本格化した影響が大きいとみられる。具体的にはまず、国内で深刻なモノ不足が顕在化したことである。ロシアでは、西側諸国からのモノの流入が減少したほか、1,000社<sup>1</sup>を超える外資が撤退あるいは事業縮小した。このため、企業は財の新たな調達先を、制裁に参加していない中国やトルコに変更するか、国内で代替生産するかの選択に迫られてきたが、それには時間を要している。そのような状況で、政府が財政拡張政策で国内の需要を押し上げたため、それに見合う十分な供給を確保することが難しくなっている。

次に、ルーブル安である。2023年に入ると、EUからのロシア産エネルギーの輸入が本格的に禁止され、ロシアのエネルギー輸出は大きく減少したと推測される<sup>2</sup>。貿易相手国側の統計で見ると、EUの2023年1-6月の対ロシア輸入額は前年比約▲78%、米国は同▲75%、日本も同▲48%と大きく減少した(図表4左)。これに加え、新興国の輸入額の増加ペースに関しても、割安となったロシア産エネルギー・食料を大量に買い漁っていた2022年と比べ、2023年には落ち着いた国が多い。トルコ、ブラジル、中国、ASEAN5の対ロシア輸入額は、2023年春頃から前年割れが続いている。エネルギーや食料価格の上昇が落ち着いたことを背景に、新興国が西側諸国に配慮して、過度にロシア寄りとなることを避けたことが理由の一つだろう。その結果、ロシアの貿易収支は2023年1-8月に730億ドルと前年同期の2,290億ドルから黒字幅が大きく縮小し(図表4右)、経常収支も2023年1-8月に290億ドルと前年同期(1,780億ドル)から黒字幅が縮小した。

<sup>1</sup> 米国イェール大学経営大学院の最高経営リーダーシップ研究所の調査に基づく。“Over 1,000 Companies Have Curtailed Operations in Russia-But Some Remain | Yale School of Management” 9月12日アクセス

<sup>2</sup> ロシアの貿易統計(国別、商品別)は、2022年2月から更新されていない。

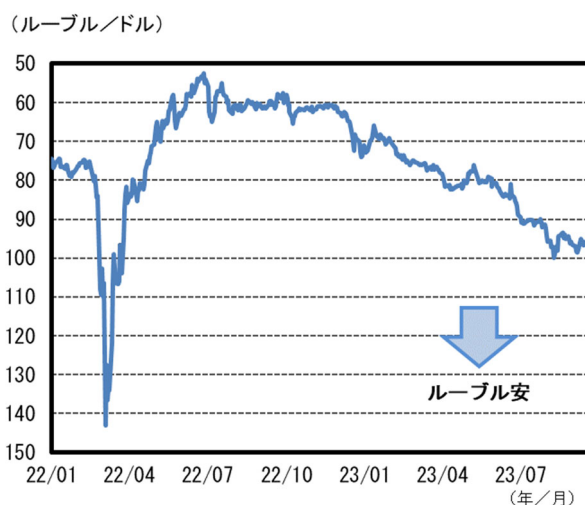
図表4 各国・地域の対ロシア輸入額（左）、ロシアの経常収支と貿易収支（右）



(注) ( )内の数字は、ロシアの輸出総額における割合。  
(出所) ロシア中央銀行、各国統計より大和総研作成

経常黒字の縮小は、ルーブル安につながっている。ルーブルの動きを振り返ると、ロシアがウクライナに侵攻した直後の2022年3月に対ドルで大きく下落したが、その後は回復し、2022年後半は60ルーブル/ドル付近を推移していた(図表5)。しかし2023年に入ってから、ルーブル安圧力が高まり、同年8月末時点で年初来▲30%となった。ロシアでは、輸入物価のデータが2022年1-3月期以降発表されていないが、通貨安とインフレとの関係で見ると、ルーブル安が輸入物価の上昇を通じて、国内の物価を押し上げたと推測できる。前述した、乗用車や家電といった輸入品を中心に価格が上昇したのもこのためと推測できる。

図表5 ルーブル推移(対ドル)



(出所) The Wall Street Journal/Haver Analytics より大和総研作成



## プラス成長でも、政策運営は困難に

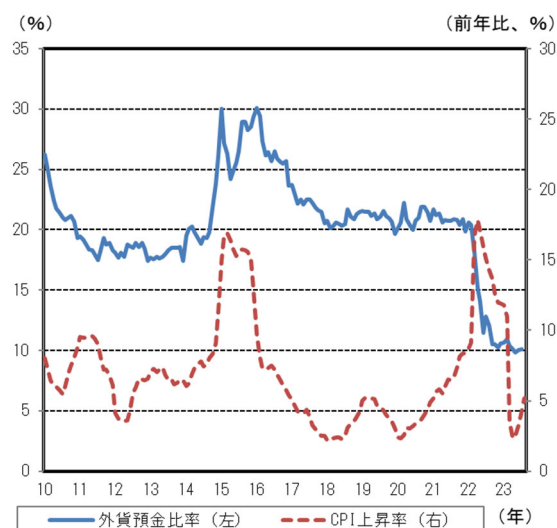
ロシアにとって、物価の安定は喫緊の課題である。過去にロシアでは、CPI 上昇局面に国民がルーブルを外貨に交換することで、自己の資産を防衛する手段が取られてきた。これは、CPI 上昇率と外貨預金比率の動きがほぼ一致していることから分かる（図表 6）。しかし、2022 年以降は、インフレが急上昇した局面でも外貨預金比率が上昇していない。

その背景には、ロシア国内で外貨が不足している事情がある。西側諸国の制裁によって、資源収入が減少したことや、ロシア国内の銀行が外貨にアクセスしにくくなったためである。当局が、2022 年 3 月に導入した個人の外貨預金引き出し制限を 2 度延長し、2024 年 3 月までとしたのもこのためだろう。

一物一価の法則が成立するとすれば、インフレが続く限り、ルーブルには下落圧力がかかる。また、景気対策のための支出が増加すれば、財政赤字が拡大し、それをきっかけにルーブル安に拍車がかかるだろう。そうなれば、輸入物価の上昇を通じて、国内のインフレ圧力がさらに高まることとなる。ロシア経済は、そのような負の循環に陥りつつある。外貨にアクセスしにくくなったロシア国民の資産価値の目減りは、今後も続く可能性が高い。

2024 年 3 月には、ロシアで大統領選挙が予定されている。プーチン大統領にとって、早期のインフレ抑制は、国民の支持を取り付ける上でも重要な課題である。インフレの高進が進めば、民心の離反は避けられない。そういった意味で、2023 年、2024 年とプラス成長が予測される中でも、ロシアの政策運営はますます困難を極める可能性が高いだろう。

図表 6 CPI 上昇率と外貨預金比率



(出所) ロシア中央銀行より大和総研作成