

# 制裁の影響が徐々に広がるロシア

## 当初想定ほど悪化せず、中長期的には成長力低下へ

調査部アジア調査チーム

主席エコノミスト

対木 さおり

080-1069-4778

- ロシア経済は、ウクライナ侵攻に対する経済・金融制裁の打撃を受けているが、成長率およびインフレ率とも当初に想定されていたほどは悪化せず
- その要因は、①輸出が非制裁国向けに増加し、経済を下支えたこと、②輸入は制裁で減少したが、それゆえに貿易黒字が拡大したため、ルーブル相場は安定しインフレ圧力を緩和したこと
- 当面の経済は、非制裁国への輸出継続で支えられよう。しかし、侵攻が長期化すれば、制裁による外国製部品不足のボトルネックや、外資企業の撤退加速等で、潜在成長率は低下へ

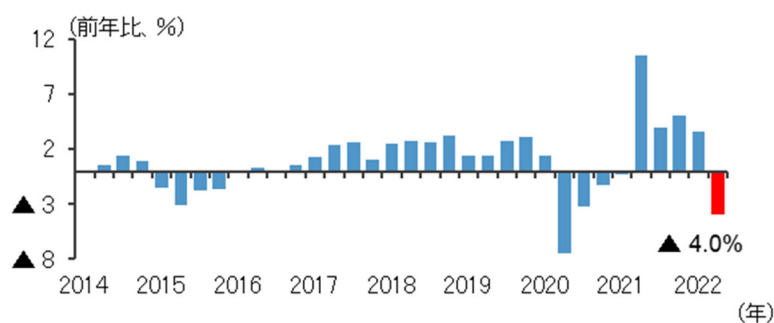
### 1. ウクライナ侵攻後の経済は当初想定ほど悪化せず

2月末のウクライナ侵攻後、ロシアに対する各国の経済制裁や金融制裁が始まり、半年が経過した。制裁によるロシア経済への影響は、①輸出減少による経済の下押しと、②輸入減少による国内のモノ不足が引き起こすインフレとして表れている。

実質GDP成長率は、2022年4~6月期の速報値で、前年比▲4.0%となった<sup>1</sup>。マイナス幅は、コロナ禍の影響で大幅に落ち込んだ2020年1~3月期（同▲7.4%）以来の規模となり、2015年のクリミア危機後の制裁時（同▲1.5%~▲3.0%）よりも厳しい（図表1）。もっとも、その制裁効果は当初想定されたものと比較して、限定的な点には留意が必要だ。侵攻初期の4月末時点で、2022年（通年）の成長率予想は、ロシア中銀によれば同▲8.0%~▲10.0%だった。

また、インフレ率は、4月時点で同+18%に迫り、通年でも同+20%前後に達するとロシア中銀によって予想されていたが、実際には5月以降に低下し、8月は同+14.3%になっている。インフレ圧力はいまだ残存するものの、ロシア経済は現状、壊滅的な状況には至っていない。

図表1 実質GDPの推移



(出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

こうした中、制裁によるロシア経済への先行きの影響を読み解くポイントは、大きく2つある。

第一に、ロシア経済は、構造的にエネルギーや資源依存度が高く、制裁を科されている状況では、エネルギーや資源の輸出動向が外貨獲得や経済活動の維持という観点から生命線となるという点である。この点に関して、現状では、制裁に参加していない新興国向けの輸出増が、輸出の落ち込みを緩和する効果を担っている。

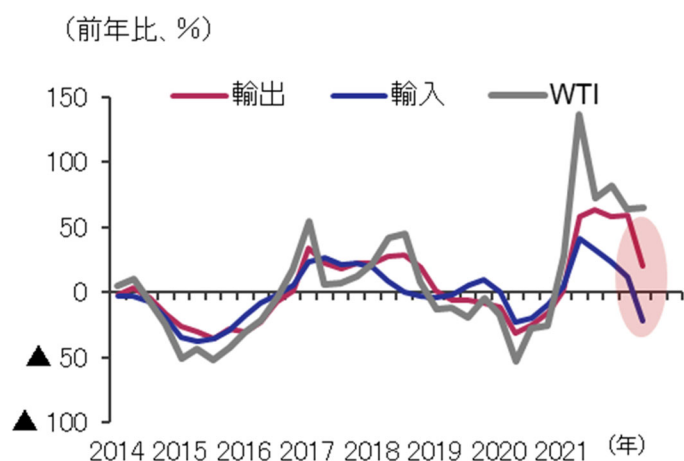
第二に、制裁による輸入難・物資難の長期化が見込まれる中、引き続きインフレの動向は重要であり、国内のインフレを抑制するためにも、大幅な輸入減による制約をどう克服するかという問題がある。現状では、制裁による輸入の減少は、貿易黒字拡大とルーブル相場安定を通じて経済にはプラスに作用している。しかし、中長期的には、どのように海外からの輸入財の生産を国内で代替し、経済活動を維持していくかという点がポイントとなろう。

## 2. 輸出は、制裁に参加しない新興国向けに増加

図表2の通り、3月以降の輸出額は前年比プラスを維持しつつ、輸入額は4~6月期に大幅なマイナスに転じている。

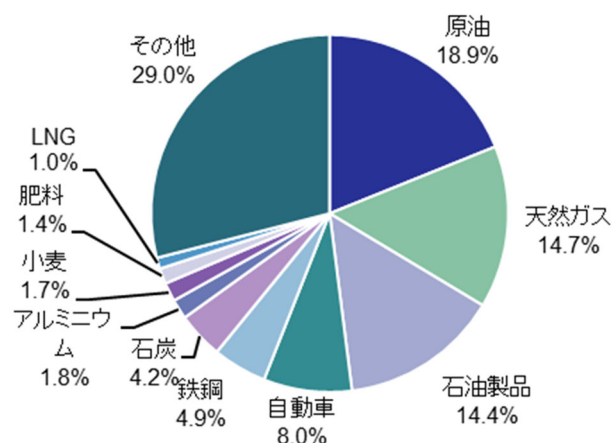
まず、ロシアの輸出構造を見ると、シェアの半分以上をエネルギーや資源、穀物など一次産品が占めている(図表3)。2021年のロシアの輸出品目を項目別にみると、原油(18.9%)、天然ガス(14.7%)、石油製品(14.4%)、自動車(8.0%)、鉄鋼(4.9%)、石炭(4.2%)、アルミニウム(1.8%)、小麦(1.7%)、肥料(1.4%)、LNG(1.0%)となっている。大まかにみるとエネルギー・資源関連で50%超、穀物関連(含む肥料)で3%程度が構成される。こうした輸出構造を背景に、図表2で改めて輸出額全体の動向をみると、特に原油価格(たとえばWTI)との連動性が強い。足元の輸出額は伸びを縮小させており、原油価格の伸びほどは増加していないものの、3月以降に制裁が発動された当初に懸念されていた大幅減は回避している。

図表2 ロシアの輸出入額と原油価格



(出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表3 ロシアの輸出品目 (2021年)

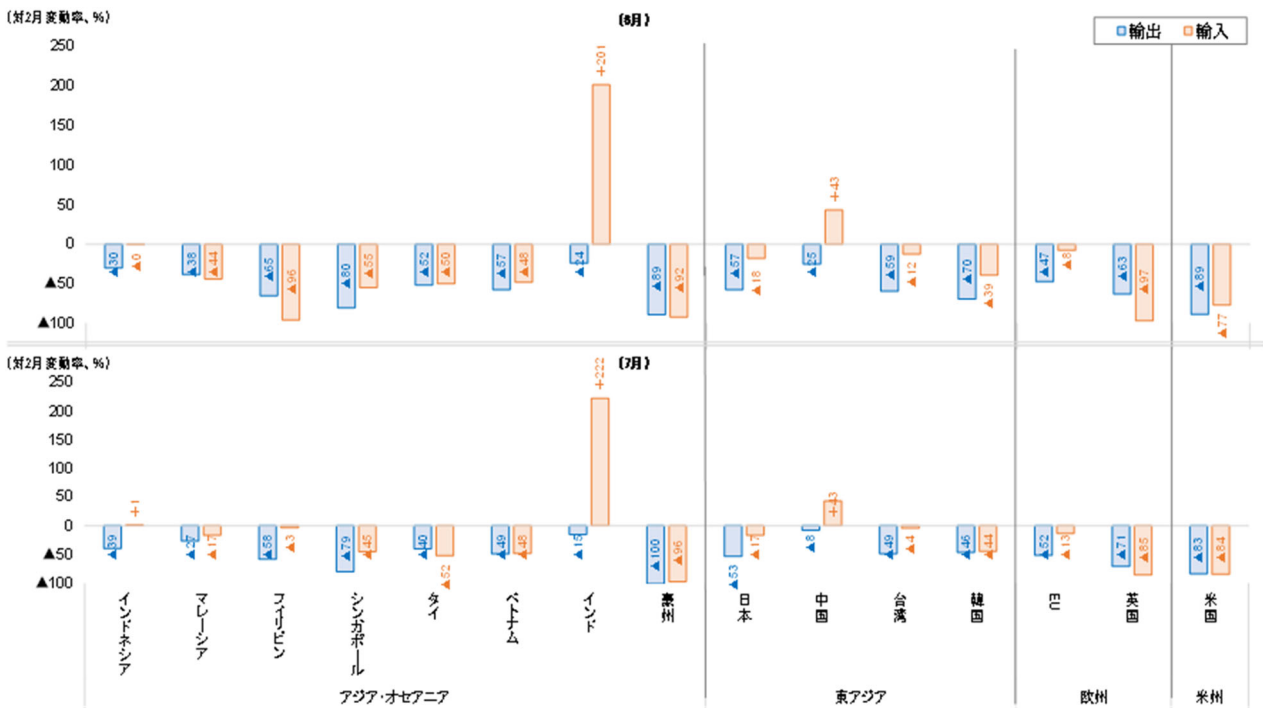


(出所) 在ロシア日本大使館等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

次に輸出を国別にみると、図表4の通り、経済制裁に参加していないインドや中国向けがむしろ増加し、特にインド向けが突出している。対照的に、制裁を主導する西側主要国と、インドと中国以外のアジア各国への輸出は大幅に減少している状況だ。

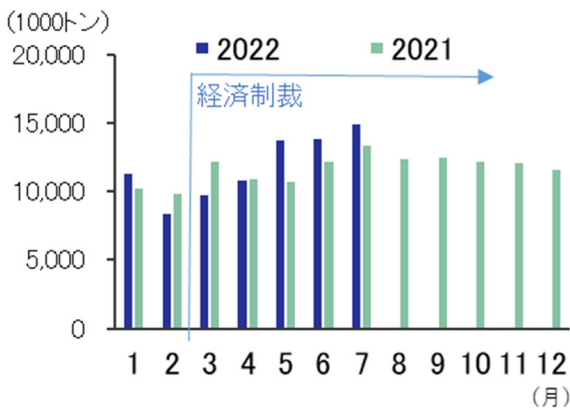
図表5と図表6で、中国とインドの統計によってロシアからの原油等の輸入量を見ると、インドは1～7月合計で前年比6倍超と大幅に増やし、中国も月によっては前年比+20%超のペースで増やしている。なお、価格面で見ると、インドによるロシアからの原油等の輸入価格は前年比▲10～30%程度であり、国際指標価格が前年比上昇する中で割安感が強い。

図表4 対ロシア輸出入



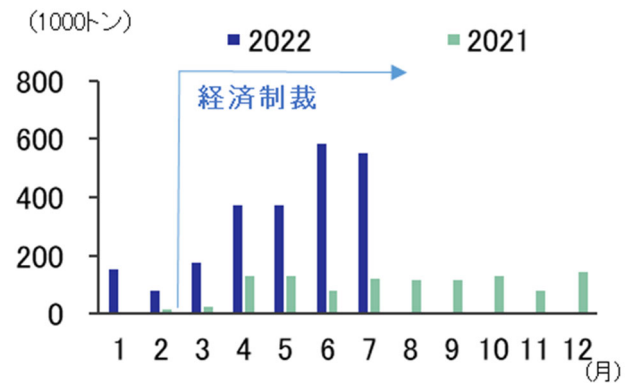
(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表5 中国によるロシア原油等輸入 (数量ベース)



(出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表6 インドによるロシア鉱物性燃料輸入 (数量ベース)



(出所) インド商工業省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国によるロシアからの原油等の輸入価格も、WTIなどと比較するとやや割安な水準である。制裁に参加しない新興国側から見れば、グローバルインフレで食料品やエネルギー価格の高騰が経済に打撃を与える中、少しでもエネルギーを安価に調達したいという目論見があることは自然な流れであろう。ロシアからインド・中国など新興国へのエネルギー輸出は今後も続き、ロシア経済を下支えすると考えられる。

### 3. インフレ率はやや後退、制裁で輸入品不足だがルーブル相場維持が奏功

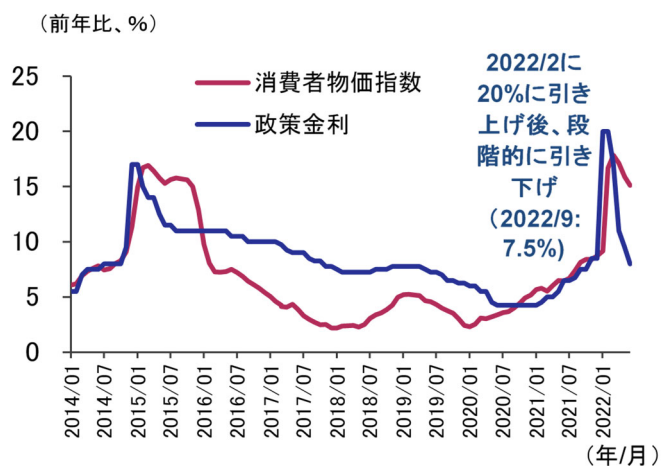
経済・金融制裁から生じるロシア経済に対する影響のうち、重要なカギを握るのが、ロシア国内でのインフレ動向だ。

ロシアの消費者物価上昇率は（図表7）、制裁の影響が広がる直前の2月時点で既に前年比+9.1%に達し、特に幅広い食品での価格上昇が観測されていた。経済制裁の影響が波及したとみられる3月以降、物価上昇率は急激に上昇した。3月末に同+16.7%と2014年のクリミア侵攻後（同+16%）以来の高水準となり、4月には同+17.8%に達した。こうした状況を受け、ロシア中銀は4月時点で2022年（通年）のインフレ率は同+18~23%程度と見込んでいた。

しかしその後、主要各国から課されている経済制裁や金融制裁で輸入が大幅に減少し、国内のモノ不足が表面化しているにもかかわらず、インフレ率は徐々に低下して8月には同+14.3%となっている。その背景としては、ロシア中銀が3月以降、矢継ぎ早にルーブル安対策の外貨管理規制を打ち出し、ルーブル相場がウクライナ侵攻前よりもルーブル高の水準で維持され（図表8）、輸入インフレ圧力が和らいだことがあげられる<sup>2</sup>。また、皮肉な結果とも受け取れるが、経済・金融制裁により、足元で輸入が大幅に減少していることも、手元の外貨支払い余力を温存し、ルーブル高を支える結果となっている。

こうしたルーブル相場の落ち着きとインフレへの懸念がやや後退したことで、金融政策の面では4月以降、明確に景気刺激方向への転換を実施した。侵攻直後の3月にルーブル安対策として20%まで引き上げた政策金利を、4月に入り17%から14%、8月には8%、9月には7.5%へと段階的に引き下げ（図表8）、高金利の影響を受ける家計や企業向けの支援を強化している。

図表7 消費者物価と政策金利



図表8 ルーブル・ドル相場の推移



(出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

#### 4. 中長期的には輸入代替がカギだが、侵攻継続なら国内生産テコ入れは困難

現在の経済動向を踏まえ、ロシア中央銀行のベースラインシナリオでは、2022年の実質GDP成長率は前年比▲4.0～▲6.0%と予測されている（7月22日発表）。前述の通り、4月時点で、中銀は同▲10%程度の急減速を見込んでいたことから、経済制裁や金融制裁に伴うロシア経済への影響は当初の想定ほど大きくないと判断できる。プーチン大統領は制裁による影響の更なる緩和に向け、年金と最低賃金の10%引き上げを命じており、大手銀ズベルバンクや天然ガス大手ガスプロムは早速7月から給与を引き上げたと報じられている。

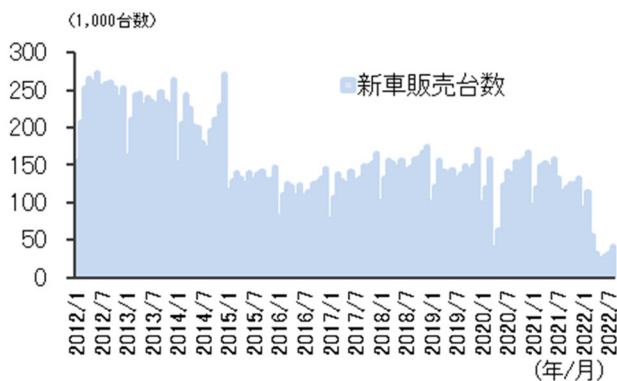
ただし、短期的には壊滅的な状況を回避しているロシア経済が、順調に制裁後の「ニューノーマル」な経済に移行できる保証はない。停戦の兆しが見えない中、中長期的に制裁が続くことになれば、制裁で止まった輸入品の国内生産代替がどのような規模とペースで進むかが課題となる。

実際に、経済制裁に伴う外国からの供給減の影響は、自動車販売台数（図表9）で顕著に観測されている。自動車販売台数は5月に前年比▲83.5%となり、コロナ感染がロシアで広がり始めた2020年4月（同▲72.4%）以来の大幅な落ち込みを示した。8月は同▲63.5%と依然として大幅減である。需要が減少している面もあるが、輸入減少に加え、外資系企業が生産を停止し、さらに外国製部品が不足して供給にボトルネックが生じている状況である。

また、小売り販売高を見ても、国産比率が相対的に高い食品に比べて、輸入依存が高い消費財（家電など）の販売が減少していることから、やはり制裁による外国製品のモノ不足の影響がうかがわれる（図表10）。

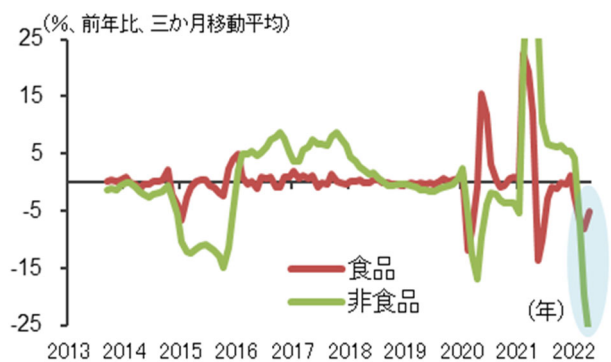
部材の供給制約もあり、欧米企業の撤退や事業縮小も相次ぎ、日系企業でもロシアからの撤退の動きが少しずつではあるがみられている。労働力の側面からは、戦局への対応として、9月21日に大統領令が出され、国家動員（予備役の部分的動員）として30万人の兵役への動員が進められることになった。2021年時点のロシアの男性生産年齢人口（15歳～64歳）は約4,500万人であり、30万人は1%弱に相当する。図表11の通り、高齢化が進み、人口が減少に向かうロシアにおいて、若年層を中心とする戦力への動員は更なる労働力の減少につながる。

図表9 新車販売台数



（出所） CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

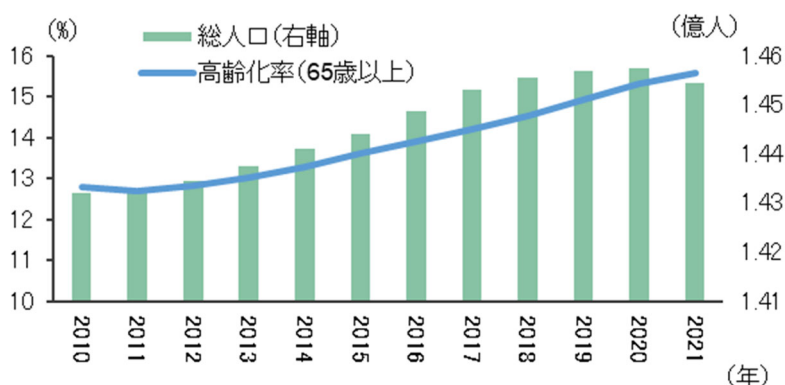
図表10 小売り販売高



（出所） CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

輸入の代替措置として、国内の生産力を高め、制裁を乗り切ろうとすることを考えると、外国企業のもたらず技術力や、国内の労働力は必要な要素である。しかし、制裁の影響等で外資の撤退が相次ぎ、働き手の若年層の一部は戦地に送り込まれる。新興国向けの資源輸出は当面の戦費の足しにはならずとも、侵攻が長期化すればロシアの中長期的な潜在成長率は低下すると見込まれる。

図表 11 ロシアの人口動態



(出所) 世界銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

<sup>1</sup> なお、ロシア経済発展省が参考値として発表している、7月の実質 GDP 成長率（推計値）は前年同月比▲4.3%となった。

<sup>2</sup> 2月28日にロシア政府は、ロシア国内企業が、対外貿易で得た輸出売上高の80%に相当する外貨を3日以内に強制的にルーブルに換金（つまり外貨を強制的に売却する）する措置を導入し、ルーブル需要を下支えした。こうした措置を受け、ルーブルは安定化に向かったことで、強制的なルーブル換金措置は4月下旬以降、景気下支えへの配慮から緩和措置が打ち出されている。具体的には、ロシア中銀は4月19日、コモディティ（商品）とエネルギー部門以外の国内輸出関連企業について、為替管理措置の緩和を決定した。続いて、4月21日、為替管理措置の緩和対象について、輸出を中核事業とする全ての国内企業に拡大すると発表した。この措置により4月19日以降に受け取った外貨の売却期間は、これまでの3日以内ではなく60日以内となった。

## 参考文献

Bank of Russia, Bank of Russia recommends banks and MFIs to grant loan repayment holidays to mobilised citizens, 2022年9月

Bank of Russia, Bank of Russia cuts key rate by 150 bp to 8.00%, 2022年7月

独立行政法人日本貿易振興機構, ビジネス短信「多くの在ロシア日系企業が事業継続の判断に苦心」2022年9月

**【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！**（「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QRコードはデンソーウェーブの登録商標です)

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, [chousa-mag@mizuho-rt.co.jp](mailto:chousa-mag@mizuho-rt.co.jp))

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。