

財政危機に直面するロシア

原油安がもたらす財政とインフレのリスク

みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査部

080-1069-4899

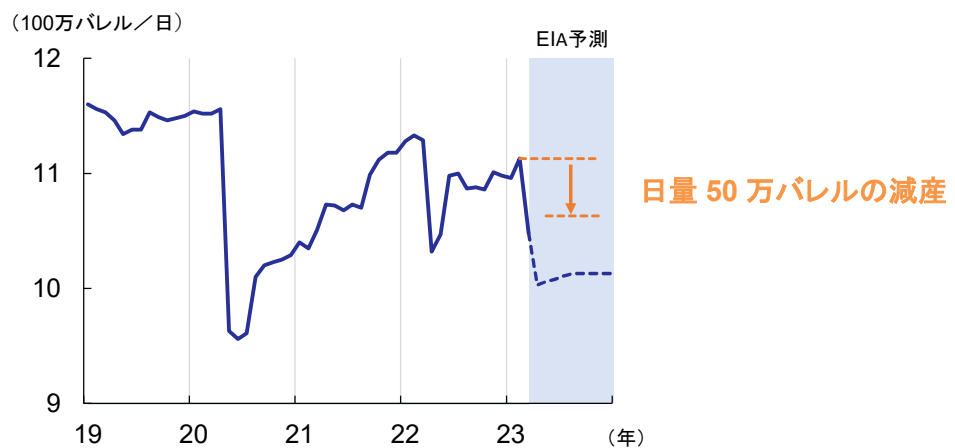
- ロシアは原油価格上昇による財政歳入の確保を狙い減産を表明したが、原油相場は世界経済の減速で今後も軟調の見込み。ロシアの原油収入の回復余地は小さい
- ロシアでは、ガス・石油関連の収入が一定水準を下回ると財政赤字の傾向。昨年春以降は既に財政赤字傾向で、金融制裁の影響から事実上の財政ファイナンス状態となっている
- 今後も事実上の財政ファイナンス状況が続けば、インフレは再燃へ。ウクライナ侵攻後にやや落ち着きを取り戻しているロシア経済は、1990年代後半以来の長期低迷に陥る恐れ

1. ロシアによる突然の減産表明は、財政赤字を原油収入で埋める狙い

ロシアは2/10に突如、3月からの原油減産を発表した（図表1）。減産規模は日量50万バレルと、それまでの生産量の約5%に相当する。ウクライナ侵攻を理由にロシアに制裁を加える欧米への対抗措置と考えられ、原油価格を引き上げることで欧米に報復する狙いがあるとみられる。

ただし、減産の目的はそうした報復だけではない。当然のことながら、自らの原油収入を確保する狙いもある。ロシアにしてみれば、ウクライナ侵攻が長期化するなかで、EUからの制裁も長期化しており、行き場を失ったロシア産原油は中国やインドなど新興国向けに割引価格での輸出を強いられている。結果的に財政赤字が拡大しており、原油価格の上昇によって歳入の確保を何としても実現したいとの思惑があるのだろう。以下では、原油価格の先行きを踏まえたうえで、ロシアが直面する財政赤字と、それに伴うインフレのリスクについて考察する。

図表 1 ロシアの原油生産



(出所)EIAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2. ロシア減産でも、2023年の原油相場は軟調の見通し

米国エネルギー省（EIA）は、短期見通しのなかで、ロシアは宣言通り3月から減産を実施するだけでなく、発表した日量50万バレル以上の減産をすると見込んでいる。特に春先には減産ペースを強めるとみており、日量100万バレルを超えると予測している（前掲図表1）。

その一方で、主要国による金融引き締めの結果、2023年の世界経済全体は減速基調で推移するとの見方がコンセンサスとなっている。中国経済はゼロコロナ政策の解除で回復するとしても、原油消費量で中国を上回る欧米経済の減速が大きく影響し、世界全体では原油需要の拡大ペースが鈍化する可能性が高いとみられる。

加えて、今年3月初めに表面化した米欧の金融不安が、そうした世界経済の減速を一段と強める可能性もある。景気の先行きに対する懸念から、商品市況が全般的に弱含むことは十分あり得る。EIAでは、2023年の原油需給バランスはひっ迫するような状況にないとみている（図表2）。

米国は70ドル前後の価格になれば原油高対策で放出した戦略石油備蓄を再び補充するとしていたが、EIAのグランホルム長官が戦略石油備蓄の補充に数年かかる可能性があると言及した。市場では米国が補充ペースを緩めると受け取っており、そうしたことも需給のひっ迫懸念を弱める要因となっている。

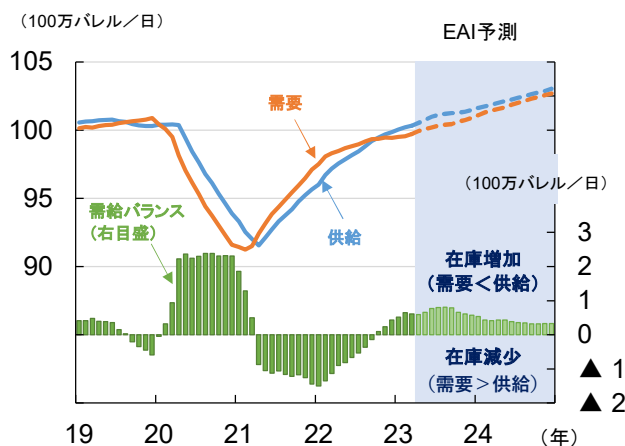
3. 原油安はロシア財政の悪化に拍車へ

（1）ウラル原油のディスカウントは避けられない状況

2023年の原油相場は上述したように軟調地合いで推移する可能性があり、原油収入に依存するロシアの財政は引き続き厳しい状況が続くだろう。

さらに欧米によるロシア産原油の上限価格設定が、ロシア財政に追い打ちをかける。ウラル原油の

図表 2 原油需給の推移（EIA 予測）



（出所）EIAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 3 原油価格の推移



（出所）Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ

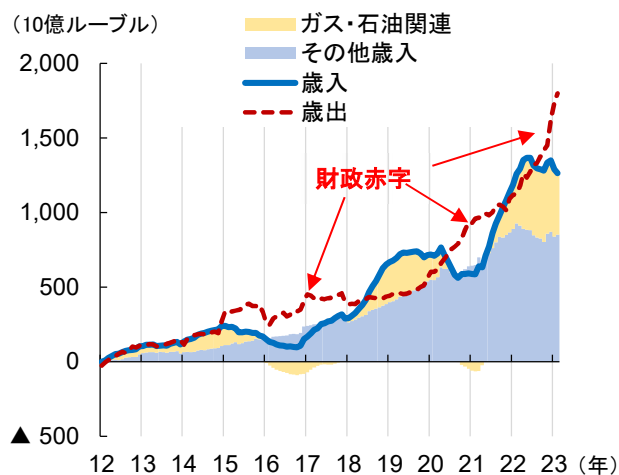
価格推移をみると（前頁図表3）、欧米が設定した上限価格である60ドルを下回る状態が続いている。仮に今後WTIやブレントなどの原油価格が持ち直すことがあっても、制裁を順守する国はロシア産原油を上限価格以下でしか輸入しないだろう。また、上限価格の設定に協力しない方針の中国などに対しても、販路が限られるロシアはディスカウント価格を提示せざるを得ない状況にある。

（2）金融制裁もあり、既に事実上の財政ファイナンス状態

過去10年のロシアの財政収支をみると、ガス・石油関連の収入が2012年初の水準を上回れば黒字もしくは均衡、それを下回れば赤字になるという傾向が続いていた。2022年についても、当初はガス・石油関連の収入が2012年初の水準を大きく上回り、財政収支は概ね均衡していたが、2月にウクライナに侵攻して以降、歳出の増加が加速したことから、財政収支は赤字に転じた。さらに原油価格が下落したことや、欧州へのガス供給が激減したことから、ガス・石油関連の収入が頭打ちとなったことで、財政赤字は一段と拡大している（図表4）。

ロシアは財政赤字が発生すると、これまでその多くを国内でファイナンスしてきた経緯がある。足元でも、金融面での制裁により海外との金融取引を制限されていることから、中銀など国内の主体によるファイナンス拡大によって財政赤字が賄われている状況となっている。これを反映して、マネタリーベースの増加は財政赤字と歩調を合わせた推移となっている（図表5）。

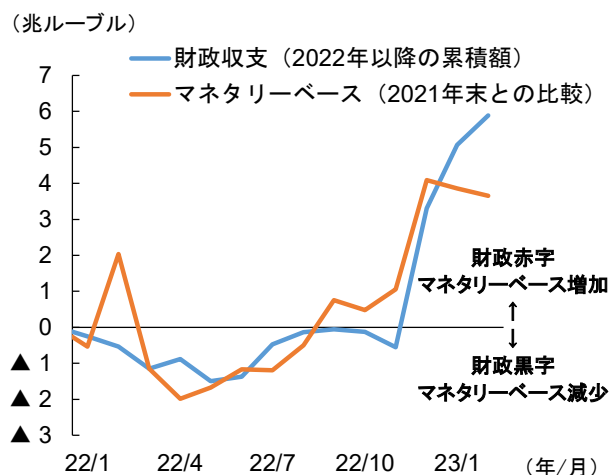
図表 4 ロシア連邦政府の歳入と歳出
（2012年初の歳入額との比較）



（注）いずれの系列も12カ月移動平均値を用いて算出した各時点と2012年1月との比較（差）。ただし、歳出は各時点の歳出と2012年1月の歳入との比較（差）

（出所）ロシア連邦財務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 5 財政収支とマネタリーベース



（出所）ロシア連邦財務省、ロシア中銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

4. 財政赤字の拡大がもたらすインフレ再燃のリスク

(1) 顕在化し始めた財政ファイナンスの影響

財政ファイナンスの動きが高まれば、結果的にインフレ圧力が高まることが懸念され、そうした兆候はすでに顕在化し始めたと考えられる。それを示したのが図表6である。図表6は、ロシアのインフレ率（前年比）、財政収支（GDP比）、マネタリーベースの変化（前年比）、マネーストックとマネタリーベースの比率の変化（前年比）、実質GDP成長率（前年比）の5変数による主成分分析に基づく分析である。

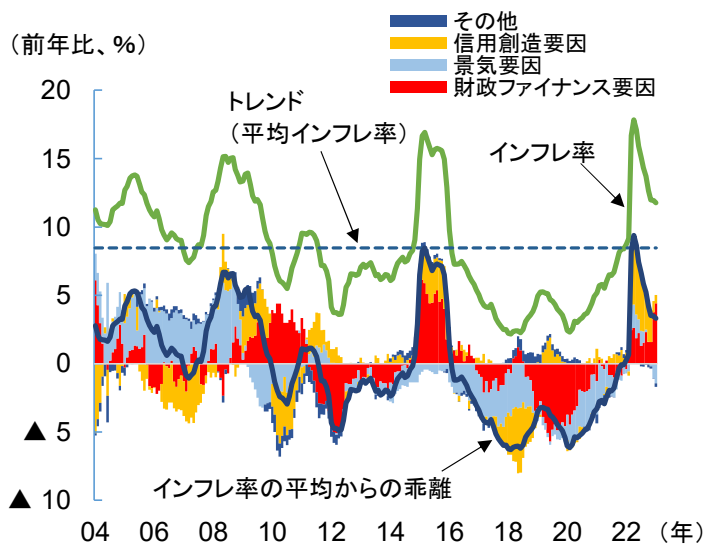
具体的には、景気の良さがインフレ圧力の原因になっていることを示唆する景気要因（第1主成分）、信用創造がインフレ率に関係することを示唆する信用創造要因（第2主成分）、そして、財政赤字によってマネタリーベースの伸びがインフレ圧力に関係していることを示唆する財政ファイナンス要因（第3主成分）である。

これらの主成分を用いてインフレ率を要因分解すると、ロシアではウクライナ侵攻後、財政ファイナンスが一因となってインフレの押上げが観測されており、足元ではその動きが拡大していることが示唆される。

(2) やや落ち着きを取り戻しているロシア経済は、インフレ再燃で長期低迷の恐れ

ロシアの財政は、戦費負担に加え、それ以外の支出も拡大傾向にある。低迷する経済へのサポートを重視した景気対策の観点から、昨年半ば以降に最低賃金の引き上げや年金給付の拡大をしているこ

図表 6 インフレ率の要因分解



主成分を形成する各変数の符号

	第1主成分	第2主成分	第3主成分
財政収支（GDP比）	+	+	-
マネタリーベース（前年比）	+	+	+
マネーストック/マネタリーベース比率の変化（前年比）	+	-	-
インフレ率（前年比）	+	-	+
実質GDP成長率（前年比）	+	+	-

(注) インフレ率、財政収支(対GDP比)、マネタリーベース(前年比)、実質GDP成長率(前年比)、マネーストック・マネタリーベース比率(前年比)を用いた主成分分析より算出

(出所) Refinitiv、ロシア連邦財務省、ロシア連邦統計局、ロシア連邦経済開発省、ロシア中銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ

ともあり、連邦政府の財政赤字は拡大の一途をたどっている。

実際、ロシア財務省が発表した2月の財政収支は8210億ルーブルの赤字となり、昨年12月以降赤字が継続、1～2月の財政収支はすでに2.5兆ルーブルに達し、昨年の赤字額が3.3兆ルーブルであったことから1990年代前半以降で見れば最大の赤字幅となる可能性もある。

ロシア経済の過去を振り返ると、財政赤字の拡大が、物価上昇圧力を長期化させたケースが多く観測されている。現状では、経済制裁による輸入制限や、軍事動員による労働供給制約に直面しており、財政赤字の拡大がインフレに着火しやすい状況となっている。

昨年2月のウクライナ侵攻後、ルーブル安によるインフレや経済制裁による貿易縮小に見舞われたロシア経済はやや落ち着きを取り戻しているが、財政赤字の拡大とそれに伴うインフレ再燃の可能性は高い。さらに悪いシナリオとしては、ロシアが金融危機に見舞われた1990年代後半のように、資源価格低迷と財政赤字の定着、そしてインフレの昂進は、長期にわたるロシア経済の混迷の出発点となる恐れがある。

[本コンテンツに関するアンケートに](#)

[ご協力をお願いします](#)



【共同執筆者】

調査部 アジア調査チーム 主席エコノミスト 対木さおり saori.tsuiki@mizuho-rt.co.jp
調査部 アジア調査チーム 上席主任エコノミスト 井上淳 jun.inoue@mizuho-rt.co.jp

【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)

- 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。