

避けられないロシア経済の衰退

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 十分に効いてこなかった経済制裁

2月24日のロシアのウクライナ侵攻後、西側諸国の経済制裁の初動は早かった。2月26日にはロシアの銀行をSWIFT（国際銀行間通信協会）から排除することを決定したほか（図表1）、各国の中央銀行に預けられているロシアの外貨準備を凍結することも発表された。

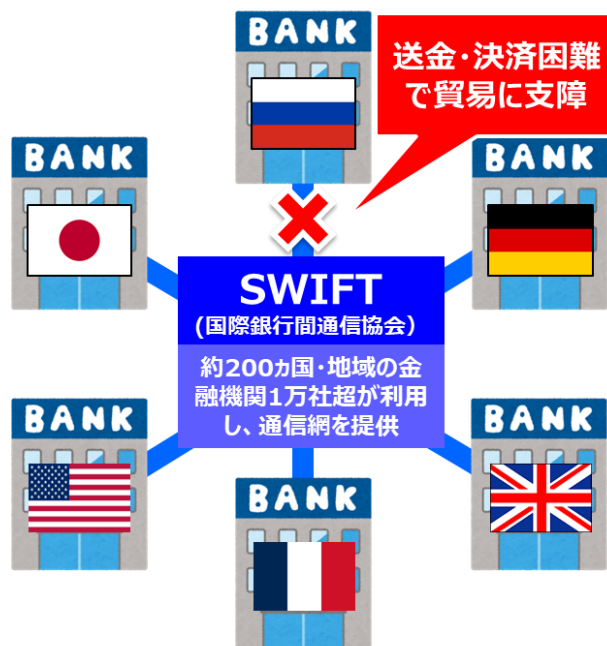
これにより、排除された民間銀行は国際金融取引が事実上不可能になったほか、ロシア中銀はルーブル下支えのための為替介入が困難となった。米国政府関係者が、「市場関係者はロシアに通貨防衛の能力がなければ、ルーブルが暴落すると理解している」と述べたが、狙いどおり週明け2月28日のルーブル相場は1日で約3割暴落、その後、侵攻前の約半分にまで下落した（図表2）。

急速な通貨安の帰結として、インフレ加速→利上げ→景気悪化の悪循環にはまることが予想されたロシア経済だが、ルーブルは予想外の反発力を見せた。3月7日に150ルーブル/ドルを超えたのがルーブル安のピークで、その後は予想以上に順調な回復軌道をたどり、3月末には早くもウクライナ侵攻前の水準に戻った。ルーブル防衛に自信を深めたロシア当局は、4月8日に資本規制の一部解除に踏み切ったほか、11日には9.5%から20%まで引き上げていた政策金利を17%へ引き下げ、5月4日にはさらに14%まで再度引き下げた（図表3）。プーチン大統領は4月18日のTV演説で、「欧米の経済制裁は失敗した、これは自信を持って言える、ロシアの経済状況は安定している」と高らかに宣言した。

確かに、現状では経済制裁は十分に効いているとはい

えない面がある。3月の消費者物価指数は前年比+16.7%まで上昇幅を拡大させたが、経済に大打撃を与えるほどではない。同程度のインフレは2015年にも経験したばかりである（図表4）。なにしろソ連崩壊直後の1992年には、前年比+2500%超のハイパーインフレを経験している。中高年層は、ショーケースから商品が消えるといった、ソ連時代末期の厳しい生活を記憶しており、この程度であればインフレのうちに入らない。このままであれば、ロシア国民の厭戦気分が、プーチン政権への圧力になるといった効果を期待するのは難しい。

（図表1）SWIFTからのロシア排除



（出所）各種報道資料より明治安田総研作成

（図表2）為替（ルーブル/ドル）



（出所）ファクトセット

2. 二兎を追うのは難しい

ここまでの経緯で示されたのは、制裁と商売の二兎を追う政策には限界があるということである。そもそも、ロシアにとって最も重要な外貨獲得手段であるエネルギー関連取引は、制裁から除外されていた。ロシア最大手のズベルバンクや、国営ガスプロム傘下のガスプロムバンクは、SWIFTからの排除の対象外だったが、背景には、西側諸国にとっても、貿易に関わる各種決済業務を麻痺させるわけにはいかなかったという事情がある。

ロシア政府も、通貨介入を制限されるなかで、巧妙なルーブル防衛策を繰り出してきた。エネルギー関連企業に対しては、貿易で得た外貨の8割を政府に売り渡すよう義務付けたほか、諸外国に対しては、輸出代金をルーブルで支払うよう要求した。また、国内の鉱山で金を固定価格で買い取ることで外貨準備を積み上げ、ルーブルに対しては金に紐付ける形での安定を試みた。

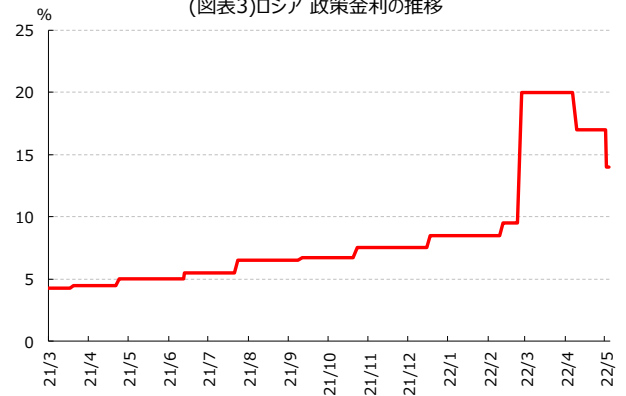
現在では若干緩和されたが、厳しい資本規制も敷かれている。国内の銀行に対し、外貨の売値と買値の価格差を限定するよう求めたほか、個人の外貨購入も禁じられた。金融制裁もあって対外金融取引が著しく細り、経常取引がルーブル相場を決めるウェイトが高まった。ロシアの経常黒字は、エネルギー輸出が順調に伸びる一方、内需の悪化で輸入が大きく減少したため、足元では現行統計が遡及可能な1994年以来最大の水準にまで拡大している（図表5）。

3. 制裁をエネルギー分野に拡大

米国は、他国に先んじる形で、単独でロシア産の原油、天然ガス、石炭の全面禁輸に踏み切ったが、基本的にエネルギー自給国である米国と異なり、EUは天然ガス需要量の4割、石油の3割、石炭の2割をロシアに依存していることから、簡単にはいかない事情がある。当初、EU内にはロシアへの厳しい経済制裁に慎重な国も少なくなかった。ただ、ロシア軍の戦場における蛮行等の報道を経て、現在では、制裁強化の方向性についてはおおまかな合意が得られている。ここへきて、いよいよその範囲をエネルギー分野に広げ始めた。

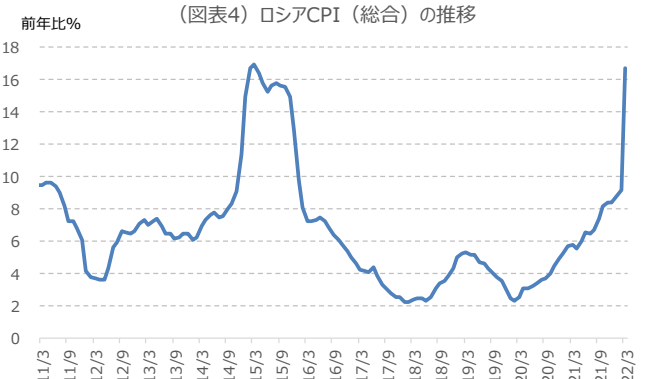
4月8日にはまず、ロシアからの石炭の輸入停止が決定された。これは、段階的に強化されてきた経済制裁の第5弾にあたる（図表6）。エネルギー以外にも、鉄鋼製品や木材、肥料、ウォッカなど、多くのロシア製品の輸入規制を強化しており、この時点でロシアからの全輸入品の約20%がなんらかの規制対象となった。5月4日には、第6弾として、その範囲を石油にまで広げる方針も発表された。ロシアからの原油の供給を6ヵ月以内に停止、石油精製品については年内に停止するというものである。これまでSWIFTからの排除を免れていたズベルバンクも、SWIFTから排除する方針である。

（図表3）ロシア 政策金利の推移



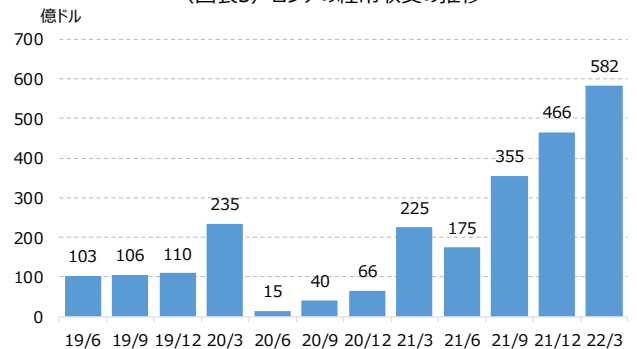
（出所）ファクトセット

（図表4）ロシアCPI（総合）の推移



（出所）ファクトセット

（図表5）ロシアの経常収支の推移



（出所）ロシア中央銀行発表資料より明治安田総研作成

ロシアの石油輸送への保険付与も制限される。現在、世界の船舶賠償責任保険の約 9 割が、ロンドンを本拠とする組織（P&I クラブ）を通じて結ばれているが、今後はロシアへのサービス提供を行わない方針が示された。海上での事故といった巨額請求につながるリスクに対する備えができなくなるため、事実上石油の海上輸送は封じられることになる。

以上は案の段階であり、最終的な決定には、EU 加盟国の全会一致が必要である。現時点では、ロシアへの依存度が高いハンガリーやスロバキアが反対の姿勢を示していることから、原案どおり実現するかは不透明である。EU は、両国になんらかの形で猶予期間を認めることで、同意を求める方針と伝えられている。

（図表6） EUの対ロシア制裁の主な内容

第1弾 (2/23)	・ロシア議員、軍、経済関係者のEU内の資産凍結 ・特定分野の貿易、投資規制、金融市場へのアクセス制限
第2弾 (2/25)	・資産凍結等の制裁対象にプーチン、ラブロフ氏等追加 ・主要国有企業の7割が金融制裁の対象に ・航空機の販売や交換部品の供給の停止
第3弾 (2/28)	・ロシアの金融機関のSWIFTからの排除 ・ロシア中央銀行の外貨準備凍結 ・資産凍結対象をオリガルヒ等に拡大 ・ロシア航空機の運航制限
第4弾 (3/15)	・ロスネフチ等、特定のロシア企業との取引禁止 ・ロシアからの鉄鋼製品輸入禁止、高級車や宝飾品の輸出禁止、ロシアのエネルギー産業への輸出・投資禁止
第5弾 (4/8)	・石炭の輸入禁止。木材、セメント、ウオッカ等の輸入禁止 ・VTBバンク等、ロシアの主要4銀行との取引禁止 ・半導体、量子コンピュータ、ジェット燃料、ソフトウェア等、ロシアがEUに強く依存する品目の輸出禁止
第6弾 (調整中)	・石油および関連製品の輸入禁止。原油は6か月以内、石油製品は2022年内 ・ロシア依存度が高い加盟国には猶予期間を設ける ・ロシアの石油輸送への保険付与を制限

（出所）各種報道資料より明治安田総研作成

4. エネルギー価格高騰のリスクは残る

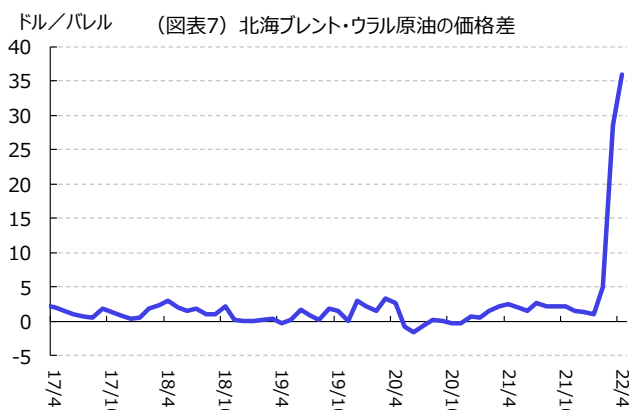
問題は、原油価格の上昇なしに、こうした取引規制を貫徹するのは難しいという点である。各国は協調して原油備蓄を放出しているものの、これで穴埋めできるのはロシアからの原油輸入の減少分の 4 割に満たない。既に WTI 等、足元の指標原油価格にはじりじりと上昇圧力がかかっている。一気にジャンプアップするといった動きは避けられているが、市場は先行きの原油需給のひっ迫度合いをなお慎重に見極めている段階と考えられる。制裁が不徹底なものに終わるか、もしくはロシアが巧妙に制裁の抜け道を見つければ、原油価格の上昇圧力は抑制される。

ただ、ロシアへのエネルギー依存度低下に向けた EU の取組みは、新たな計画が発表されるたびに、その本気度が増していることがうかがえる内容となっている。ロシアも、中国やインド向けの輸出で欧州向けを完全に代替できるわけではない。新たな販路開拓にも時間がかかるほか、輸送手段も制限されている。年後半にかけ原油価格がさらに上昇する可能性は低くないが、EU はすでに腹をくくっているようにみえる。

もし、原油価格が高騰すれば、西側諸国の経済は打撃を受ける一方、産油国であるロシアへの悪影響は緩和される可能性も考えられる。当社の経済モデル（OEGM）の試算では、原油価格の上昇は主要先進国の GDP を押し下げる一方、ロシアの GDP にはほぼニュートラルである。これは、原油価格高騰に伴う世界的な需要減退と、価格上昇に伴う収入増の影響がほぼ相殺し合うことを意味している。

もっとも、これは指標原油とロシア産原油がほぼ比例的に動くことを前提とした場合である。ロシアの代表的な油種であるウラル原油の価格は、ウクライナ侵攻後は指標原油とは逆に下落、北海ブレントとの価格差は、4 月末時点で過去最大の 1 バレルあたり 35 ドル台に広がっている（図表 7）。ウラル原油は硫黄分が多く、脱硫施設が整備された国でなければ安定的な購入継続は難しい。欧州のなかで最もロシアからの原油輸入量が多いオランダには充実した設備がある（図表 8）。こうしたインフラ建設は一朝一夕にはいかず、ロシアにとっては、新たな販路の開拓が難しいことを意味する。

（図表7） 北海ブレント・ウラル原油の価格差

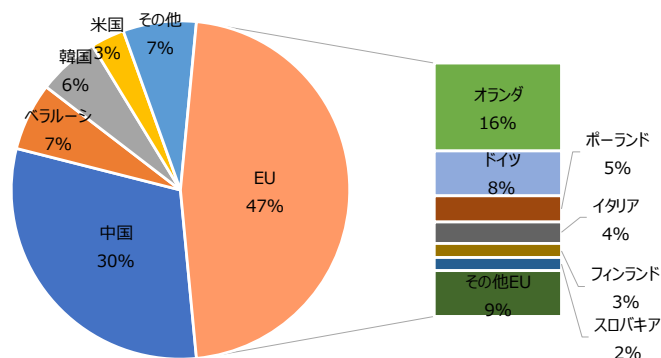


（出所）ファクトセット、NESTEホームページより明治安田総研作成

足元では、インドがロシア産原油を大幅なディスカウントのもとで購入していると伝えられているが、インドのロシアからの原油輸入量は、ロシアの輸出量の2%にすぎず、増やすにも限度がある。中国にしても、西側諸国からの二次制裁を警戒せずにはいられない。新たなパイプラインの建設の計画はあるものの、ウクライナにおけるロシア軍の苦戦もあって、ここへきて中国側が計画推進に慎重な態度を見せ始めているとも伝えられている。原油輸入の制限は、ロシア経済に対しては確実に打撃を与えることになる。

EUは、原油の次はいよいよ天然ガスも制裁対象にする方針と伝えられている。戦力の逐次投入ではあるが、制裁する側がロシアより大きなダメージを受けては意味がない。EUは、代替のエネルギー調達手段の整備の進捗度合いとの兼ね合いで、慎重に制裁のペースを探っていくものとみられる。

(図表8) ロシアの原油輸出量の国別シェア (2021年)



(出所) ロシア連邦税関庁より明治安田総研作成

5. 中長期的なロシア経済弱体化は不可避

これほど厳しい経済制裁でも、プーチン大統領にウクライナ侵攻を諦めさせることはできそうもない。しかし、中長期的なロシアの脅威を減殺させるという点では効果があるだろう。ロシア経済を西側諸国のサプライチェーンから切り離す動きは、今後も着実に進んでいく。クリミアを含め、ロシアがウクライナの領内から完全に撤退するのでもない限り、経済制裁は続く可能性が高く、現時点でそうした事態は展望できない。制裁が多少緩和されたとしても、ルーブルの信用度の回復は難しく、今後も長きにわたり、国際金融市場からの資金調達は難しい状況が続くと考えられる。足元のルーブルの安定については、厳しい資本規制が寄与している面もあるが、経済を回すためにはこれを永遠に続けるわけにはいかない。資本規制緩和が進むとともに、ボラティリティが復活するパターンも考えられる。

プーチン大統領が外国企業の資産没収を示唆するなど、カントリーリスクの大きさが再認識されたことで、民間企業からの直接投資も激減するだろう。産業発展という意味でも税収という面でもロシアには打撃となる。一方で、ロシアはすでに莫大な戦費を費消している。歳入の確保と財政の立て直しは、長期間にわたり経済への重荷となる。これらにより、潜在成長率は大きく低下した状況が続く可能性が高い。プーチン大統領自身の国際社会への復帰も絶望的な状況であり、ロシアの政治的、経済的プレゼンスの長期にわたる凋落は避けられないように思われる。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411