

基礎研 レター

ウクライナ侵攻後のロシア経済

経済研究部 准主任研究員 高山 武士

TEL:03-3512-1818 E-mail: takayama@nli-research.co.jp

1—要旨

ロシアがウクライナに軍事侵攻を開始し、およそ半年が経過した。

西側諸国は、軍事侵攻を受けて協調してロシアに迅速かつ厳しい経済・金融制裁を課し、戦争が長期化するなかで制裁を段階的に強化している。これらはロシア経済への下押し圧力となっている。

本稿では、主にロシア政府や中銀が公開しているデータをもとにして、戦争開始後のロシア経済の実体経済の現状を確認していく。

得られた主な結果は以下の通りである。

- ・実質成長率は戦争開始直後から急速に鈍化し、4-6 月期では前年同期比▲4.0%まで落ち込んだ。
- ・成長率の落ち込み幅はコロナ禍時よりは小さいが、クリミア併合時よりも大きい。また、自動車生産や実質消費などは、コロナショック直後の厳しい行動制限を課した時期よりも大幅な落ち込みを示している。
- ・消費者物価指数は、戦争開始後に前年同月比で2桁の急上昇を記録した。上昇率はピークアウトしているが、依然として2桁台の上昇率が続いている。
- ・ロシア中銀は、戦争開始直後はルーブル安と物価高騰を受けて、政策金利を2月末に20%まで引き上げたが、その後7月には8%まで引き下げた。インフレ率は高めに推移しているが、景気の減速感が鮮明になるなかで、資金調達環境を緩和気味に維持するべきと判断したものと思われる。
- ・国際収支統計ベースで見たドル建ての財・サービス輸出入では、4-6 月期（中銀推計値）に輸出の伸びが鈍化し、輸入はマイナスに転じている。貿易相手国から見れば、戦争開始直後に多くの主要国が対ロ輸出を減少させ、対ロ輸入では特にEUの減少が目立つ。一方、足もとにおいてはトルコや中国などが対ロ輸出・輸入を増加させており、インドも対ロ輸入を増やしている。
- ・ロシア経済は、年後半に向けさらに落ち込むと予想されているが、特に貿易については戦争や制裁の行方に大きく左右される状況が続くと見られる。G7首脳会議で公表されたロシア産の原油価格に対する上限設定措置や、欧州による「脱ロシア」の進展といった、制裁措置とその実効性が引き続き注目される。

2—経済・金融制裁の影響

ロシアがウクライナに軍事侵攻を開始し、およそ半年が経過した。

西側諸国は軍事侵攻を受けて協調してロシアに迅速かつ厳しい経済・金融制裁を課してきた。具体的には経済（貿易）面では半導体などの戦略物資のロシアへの輸出停止とロシア産資源の輸入停止、金融面ではロシアの個人・企業・銀行（中銀含む）の資産凍結や一部銀行の国際決済網（SWIFT：国際銀行間通信協会）からの排除などが挙げられる。

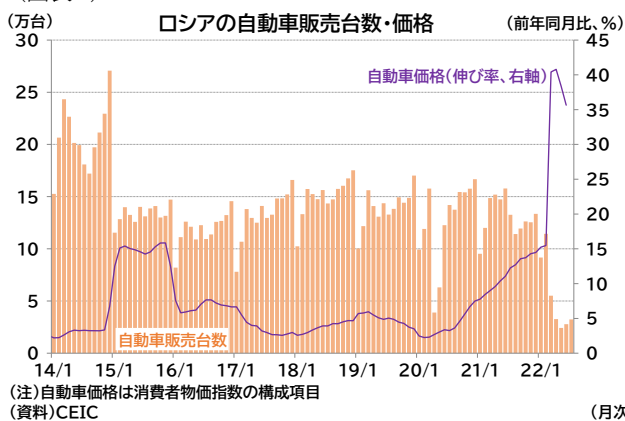
制裁は、ロシアの物資・戦費調達を困難にし、経済・金融面から戦争を続けることを難しくさせることを目的としている。ロシアにとっては西側諸国との貿易縮小や輸入品の価格上昇を通じて実体経済にマイナスの影響が及ぶことが想定される¹。また、外資系企業のロシアでの事業停止やロシアからの撤退は、生産力の低下をもたらす可能性がある。

例えば、西側諸国の生産品（輸入品含む）不足や価格上昇を通じた影響²の代表品目として自動車が挙げられる。主要自動車メーカーが戦争開始後からロシアでの生産停止やロシアへの輸出停止を実施（一部のメーカーはロシアからの撤退も決定）したため販売台数は急減し、価格は上昇している³（図表1）。

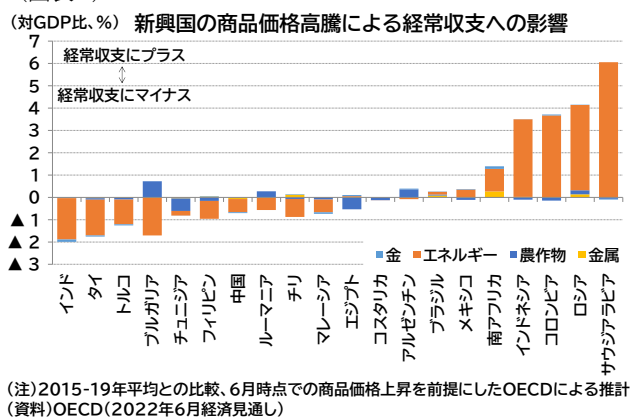
一方、戦争開始後は欧州の天然ガス価格などロシア産商品の価格が高騰している。ロシア側に立てば主要輸出品目の価格上昇は、むしろ交易条件の改善を通じて実体経済にプラスの恩恵を得ることができる（図表2）。

戦争が長期化し、西側諸国の制裁やロシアの対抗措置が段階的に強化されるなかで、戦争開始後のロシアの実体経済に関するデータが明らかになってきた。そこで本稿では、主にロシア政府や中銀が公開しているデータをもとに、戦争開始後のロシア経済の現状を確認していきたい。

（図表1）



（図表2）



次節以降で実際の統計データを確認していくが、その前に、戦争や制裁によって想定される影響を概観しておく、次のようになるだろう。

ロシアの世界経済に占めるGDPシェアは約2%と限定的だが、エネルギーや穀物の輸出国として

¹ ロシアとその他の国々との貿易上のつながりは、高山武士 (2022)「ロシア経済悪化の他国・地域への影響」『ニッセイ基礎研レター』2022-03-09を参照。

² 制裁の影響による供給不足を報じた記事として、例えば、ウォールストリートジャーナル(日本語版)「制裁下ロシアでエアバッグ不足、便器・映画も」2022年6月3日(22年8月15日アクセス)など。

³ 例えば、ブルームバーグ(日本語版)「ロシアの3月新車販売が大幅減-ウクライナ侵攻で生産停止相次ぐ」2022年4月7日(22年8月15日アクセス)など。

の存在感が大きく、ロシアにとっては資源輸出が経済成長の原動力になっている（図表3）。ロシアはエネルギーを武器に西側諸国（特にエネルギーをロシアに依存してきたEU）に揺さぶりをかけることができるが、エネルギー輸出の動向は短期的な成長率ともリンクしやすく、輸出の減少はロシアの成長率低迷に直結する。

他方、輸入についての制裁の影響はより複雑と言える。ロシアにとって経済制裁により輸入が困難になったモノやサービスについて、（質は悪化したとしても）国内品への代替が進み国内需要が増加すると、消費者の満足度は低下するかもしれない（図表3）

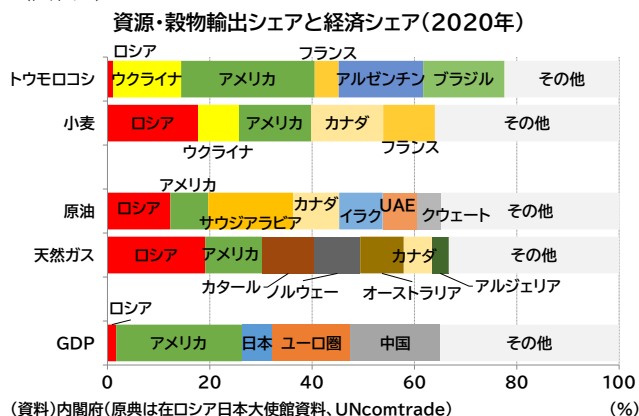
が、ロシアの国内生産は増加し、GDPを押し上げる可能性がある。一方で、輸入品の価格上昇や生産力の低下により生産コストが増加して、物価が上昇すると購買力が低下して国内生産が減少する可能性もある。

次節以降で確認するように、西側諸国の「脱ロシア」の進捗状況は「ロシアからの輸入」より、「ロシアへの輸出」の方が迅速に進んでいると見られる（加えて、外資系企業のロシアでの事業中断や撤退も進んでいる）。西側諸国から見るとロシアの市場規模は相対的に小さく、サプライチェーン上に組み込む必要性（不可欠性）も限定的であったことが背景にあると考えられるが、この影響が短期的に見て成長率の押し上げ要因となるか押し下げ要因となっているかは、現時点では判断が難しい。中長期的な視点で見れば蓄積資本の質の劣化や技術進歩の停滞を通じた潜在成長力の低下要因になると見られるが、これらの影響が現実の成長率低迷として顕在化するには年単位の時間を要すると見られる。輸入（モノ）の減少だけでなく外資系企業の撤退や、戦争や制裁によって将来的にヒトやカネ、技術が集まりにくくなることも、短期的というよりは中長期的な影響として作用するだろう。

このように経済・金融制裁の影響が、必ずしも足もとのマクロ経済指標の悪化に直結しない可能性がある点には留意が必要だろう。また、そもそもロシアの公的統計の信憑性に疑問を呈する向きがあることも留意すべき点として補足しておきたい⁴。

なお、ロシアは西側諸国の経済・金融制裁への対抗措置として、主力輸出品目（エネルギーや食料など）を武器に揺さぶりをかけつつ、西側諸国の「脱ロシア」による影響を軽減するために代替貿易先（輸出側では代替市場、輸入側では調達源）の確保や、国内での生産力強化を目指しているものと見られる。ただし、次節以降でみるように、ロシア経済は少なくとも短期的な落ち込みを余儀なくされている。

一方、金融市場を通じたロシア経済への影響については、ロシア政府・中銀が資本規制などを講じたことが奏功し、短期的な金融システムの混乱を回避している。為替や株価も一時的には急落したも



⁴ ロシアは自国に都合の良い統計のみを公表しており（好ましくない統計データの公表を停止し）、また公表されているデータの信憑性についても疑わしいとする指摘がある。例えば、[Sonnenfeld, Jeffrey and Tian, Steven and Sokolowski, Franek and Wyrebkowski, Michal and Kasproicz, Mateusz, Business Retreats and Sanctions Are Crippling the Russian Economy \(July 19, 2022\)](#)を参照。

のの、その後は回復し、落ち着きを見せている⁵。

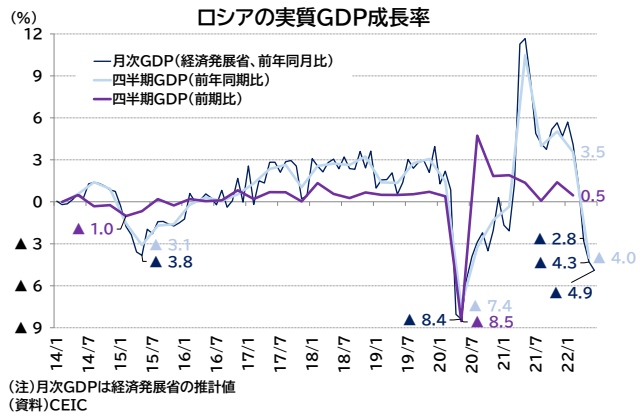
また、ロシアの一部銀行は国際決済網であるSWIFTから排除されたが、対象行が一部銀行にとどまっていることなどから、国際決済システムへのアクセスが困難になったことを背景に貿易関係が急減するといった事態には至っていないものと見られる⁶。

3—実体経済の概観

さて、前節では戦争開始後の自動車産業への影響に触れたが、ロシア経済全体への影響も徐々に明らかになってきた。ロシア連邦統計局が公表するGDPを確認すると、ウクライナ侵攻後の状況が約1か月含まれる1-3月期の実質成長率は前年同期比で3.5%、前期比で0.5%と底堅い成長を維持していたが⁷、4-6月期の成長率は▲4.0%とマイナス成長に転じている⁸（図表4）。現時点では4-6月期の業種別の付加価値伸び率などは明らかになっていないが、今後、明らかになるこれらのデータは業種別の生産力の低下具合を推測する上で注目される。

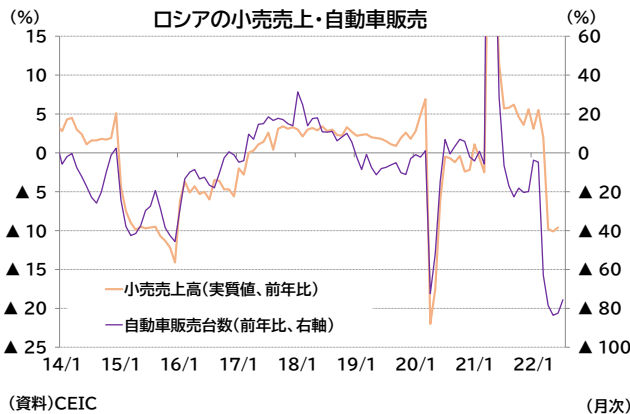
時系列では、統計局のデータとは別に経済発展省⁹が公表する月次データの推計値（7月27日公表）が参考になる。年明け以降の実質成長率は前年同月比で、1月5.7%→2月4.1%→3月1.3%→4月▲2.8%→5月▲4.3%→6月▲4.9%（1-3月期では3.5%、4-6月期では▲4.0%）と推移しており、月単位で見ると戦争開始直後から成長率が急速に鈍化し、6月時点では大幅なマイナスとなっていることが分かる。

（図表4）



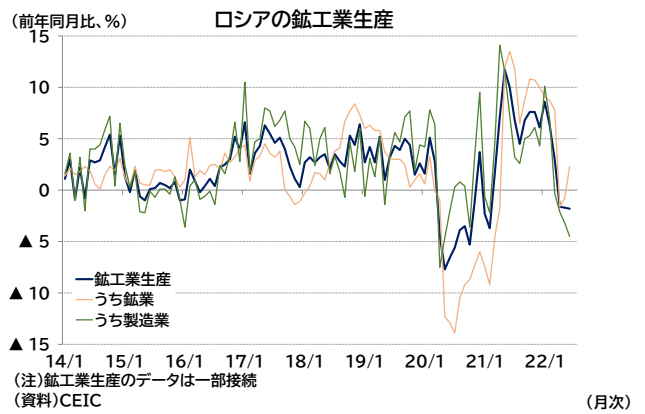
（注）月次GDPは経済発展省の推計値
（資料）CEIC

（図表5）



（資料）CEIC

（図表6）



（注）鉱工業生産のデータは一部接続
（資料）CEIC

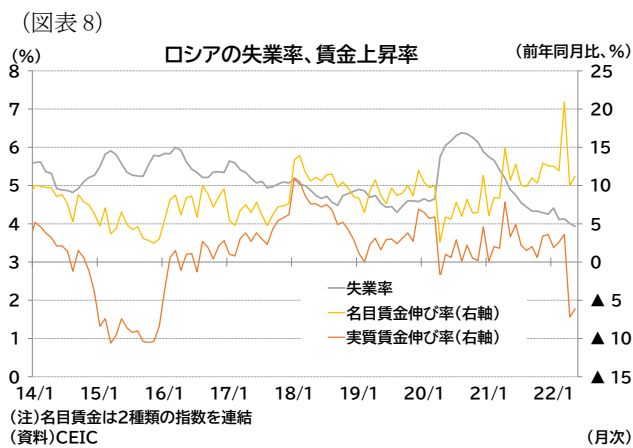
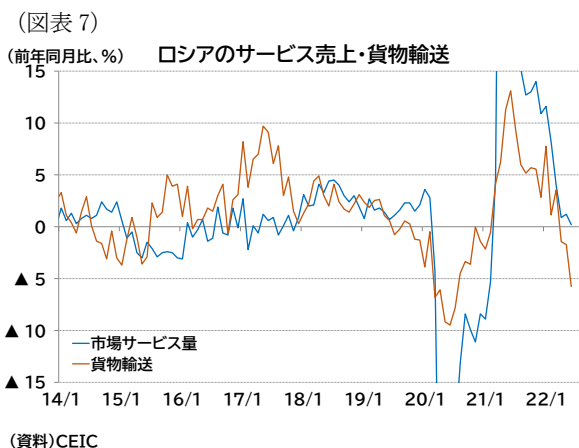
⁵ 高山武士（2022）「経済・金融制裁とロシア中央銀行の対応」『ニッセイ基礎研レター』2022-03-30を参照。

⁶ ロシアの一部銀行のSWIFT通信網からの排除については、高山武士（2022）「経済・金融制裁とSWIFT」『研究員の眼』2022-03-07を参照。ここでは、対象行として7行（VTB銀行、オトクリティ銀行、ノビコムバンク、プロムスビヤジバンク、バンクロシア、ソブコムバンク、VEBバンク）を記載しているが、その後3行（ズバルバンク、モスクワ信用銀行、ロシア農業銀行）とベラルーシの銀行4行が追加になった。

⁷ なお、ロシアの実質GDP水準は、季節調整系列で見て21年4-6月期にコロナ禍前水準（19年10-12月期）を上回っている。

⁸ 本稿執筆時点では4-6月期に関しては8月12日に公表された全体の前年同期比（予備推計値）のみ明らかになっており、前期比（季節調整）の数値や、業種別の付加価値伸び率などは公表されていない。

⁹ 本稿執筆時点においてロシア経済発展省のウェブサイトにはアクセスできないため、データベンダーや報道資料から数値を取得した。



ロシアで過去にマイナス成長を記録したクリミア併合時（月次GDPのボトムは15年5月の前年同月比▲3.8%）やコロナショック直後の厳しい行動制限を課した時期（同じく20年5月の▲8.4%）と比較すると、6月時点のマイナス幅はコロナ禍時よりは小さいが、すでにクリミア併合時のマイナス幅を上回っている。

GDP以外のマクロ経済に関する各種月次指標を概観すると（図表5-8）、消費（小売売上高、自動車販売、市場サービス量）、生産（鉱工業生産）、雇用（実質賃金）について、戦争開始後に幅広く下押し圧力が生じていることが分かる。足もとのマイナス幅は実質GDPと同様に、総じてクリミア併合時よりも大きく、コロナ禍時よりも小さい状況と言えるが、例外としては失業率が低水準にとどまっている点、自動車販売が制裁の影響を強く受けてコロナ禍時よりも大きく落ち込んでいる点（貨物輸送量も相対的に落ち込み幅が大きい）、実質賃金が物価の高騰のために、コロナ禍時を上回って落ち込んでいる点（ただし現時点ではクリミア併合時の落ち込み幅よりは小さい）が挙げられる。

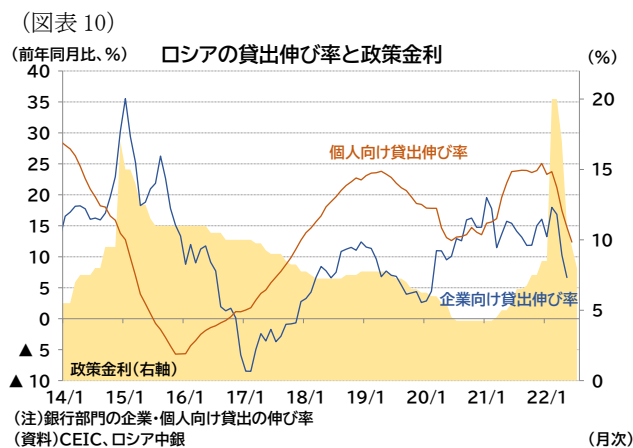
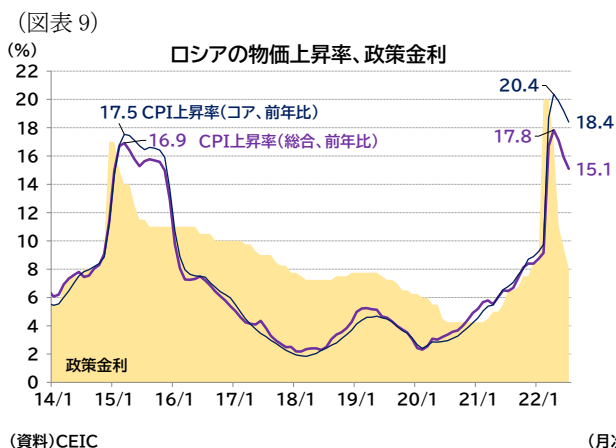
4—物価・金利の状況

次に物価の状況を確認すると、消費者物価指数は22年1月の前年同月比8.73%から、戦争開始後の4月には17.83%まで急上昇している。足もとは物価上昇圧力が軽減しており、前年同月比の上昇率もすでにピークアウトし、低下に転じているが、依然として前年同月比で2桁台の上昇が見られている（図表9）。

戦争開始直後は、ルーブル安に転じたことインフレ圧力を助長する要因であったが、その後為替レートが改善しても2桁台のインフレが継続しているのは、制裁を背景にした物資不足や国際的な商品価格の上昇という影響が継続しているためと見られる。

そのため、前述の通り実質賃金の伸びが大きく押し下げられており、消費への悪影響は避けられないだろう。なお、ロシア政府はこうした状況を受けて、最低賃金の引き上げ、年金増額、子どものいる家計への補助金支給などを実施し、景気の下支えを図っている。

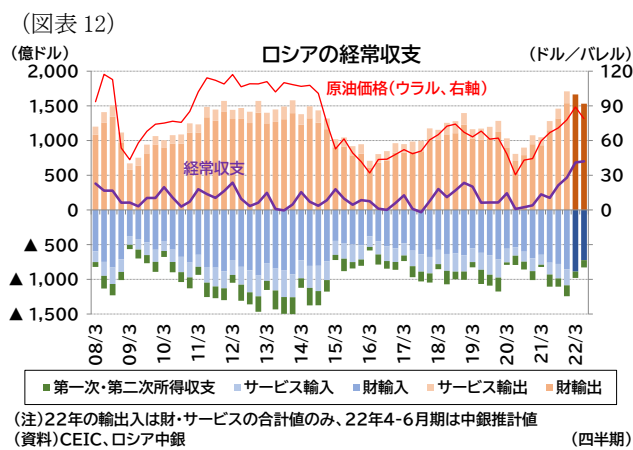
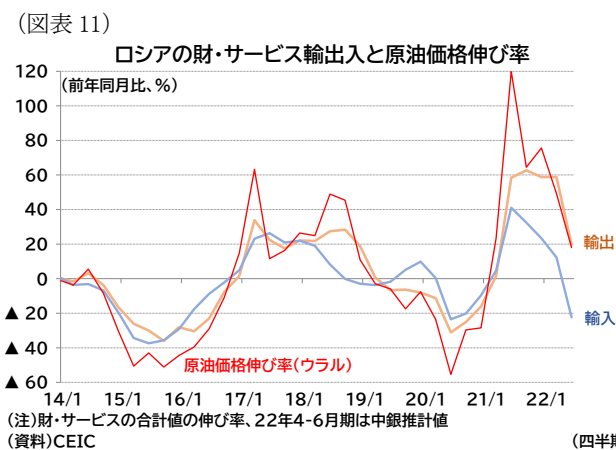
ロシア中銀は、戦争開始直後はルーブル安と物価高騰を受けて、政策金利を2月末には20%に引き上げたが、7月には8%まで引き下げている。これは、戦争開始前の政策金利水準よりも低く、足もとの利下げは、前回急速に物価高が進んだクリミア併合時（当時は17%まで引き上げた後、利下げに転じたものの11%の水準でしばらく据え置いた）と比較しても積極的な利下げである。



足もとの中銀の積極利下げは、景気の減速感が鮮明になるなか、高金利による資金調達環境も引き締めた状況が続けることがロシア経済にとって好ましくはなく、むしろ来年以降の物価上昇率についてはベース効果もあって鈍化が見込まれるために、資金調達環境を緩和気味に維持するべきと判断したと思われる。なお、銀行の企業や家計向け与信の伸び率を見ると、戦争開始後には企業向け、家計向けの双方に対する与信残高の伸びが減速傾向を辿っている（図表 10）。

5—貿易・国際収支の状況

貿易のデータは西側諸国が課した経済（貿易）制裁の効果とも直接関係するため、注目される場所であるが、ロシア連邦税関局が貿易統計の公表を停止しているため、戦争開始後の詳細なデータは（執筆時点では）入手できない。そこで、本稿ではロシア中銀が公表する国際収支統計¹⁰で確認できる経常収支項目（四半期ごとの財・サービスの合計データ）を確認する¹¹。



国際収支統計によると前年同期比では、1-3 月期には財・サービス輸出（ドル建て）の伸び率は 58.8%、同輸入は 12.3%であり、前期（21 年 10-12 月の輸出の伸びは 58.8%、輸入の伸びは 23.4%）と比較しても堅調に推移していたが、4-6 月期は輸出が 20%、輸入が▲22%となり、輸出の伸びが急鈍化し、輸入についてはマイナスに転じている（ただし 4-6 月期はロシア中銀が公表する推計値ベース、図表

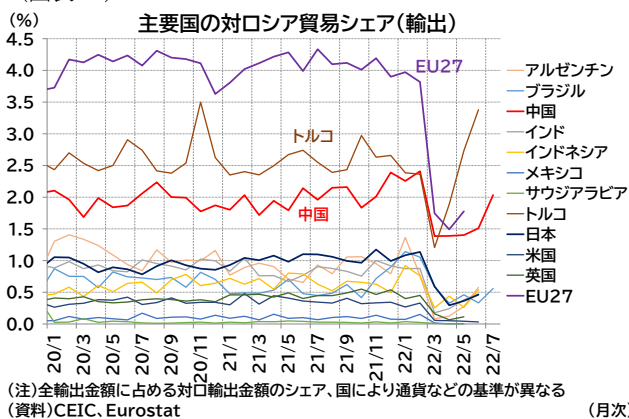
¹⁰ Bank of Russia, RUSSIA'S BALANCE OF PAYMENTS, Information and analytical commentary, No. 1-2 (11), 2022 Q2, 26 July 2022

¹¹ ロシア中銀の公表する国際収支統計でも財のみに限った輸出入金額は公表が停止されている。

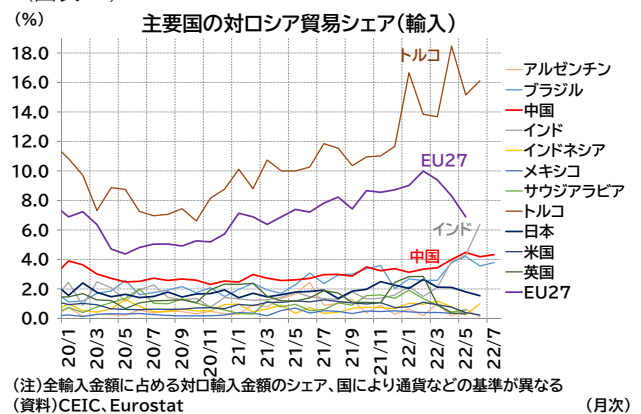
ロシア中銀は輸出に関して、石油輸出のうちEU向け供給が減少する一方で、トルコやアジア（中国、インド）向け供給がその一部を相殺、天然ガス輸出はEU向けが1-3月期▲27%、4-6月期▲35%と供給減が加速する一方で、中国向け（「シベリアの力」パイプライン）がその減少の一部を相殺していると評価している。また、輸入についてはEUを中心とした西側諸国の制裁による影響（ハイテク部品のロシア向け供給の禁止）が生じているほか、外資系企業が撤退したことによる悪影響も見られると評価している。

また、戦争により主要国の対ロシア貿易がどのように変化したかを、主要国が公表する貿易統計から確認すると（図表13・14）、特に対ロシア輸出（ロシアから見ると輸入）について、戦争開始直後に多くの主要国がロシア向け輸出シェアを減少させていることが分かる。対ロシア輸入（ロシアから見ると輸出）は、ロシア中銀が指摘するように、特にEUでの減少が目立つ。一方で、足もとではトルコや中国などはロシア向け輸出を増加させており、トルコやインド、中国がロシア向け輸入シェアを増加させている。ただし、前述の通り、金額ベースで見ると、4-6月期時点では全体の財・サービス輸出は伸びの急減、財・サービス輸入ではマイナス成長となっていることから、ロシア中銀が述べたとおり、これらの国による貿易減少の相殺分は現時点ではあくまでも「一部」ということになるだろう。

（図表13）



（図表14）



6—今後の見通し

以上、戦争後のロシアについて、実体経済の状況を中心に確認してきた。

総括すれば、ロシアは西側諸国の（図表15）

経済・金融制裁による短期的な金融市場の混乱は避けたものの、実体経済面では景気の減速感が着実に強まっていると評価できる。

なお、今後のロシア経済について、主要予測機関の見通しを確認すると、暦年ベースでおおむね22年は1桁台後半のマイナス成長、23年は1桁台前半のマイナス成長が見込まれている（図表15）。また、インフレ率は暦年ベースでは22年

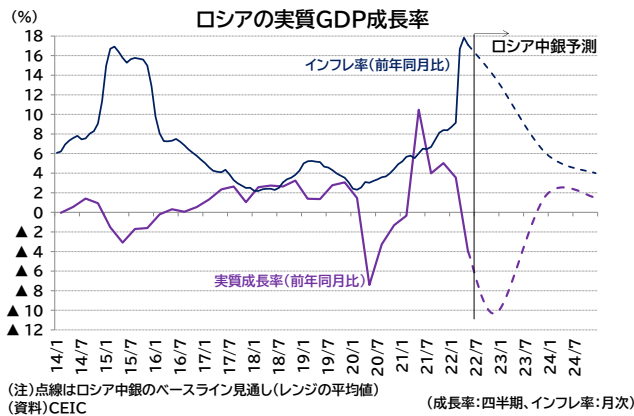
ロシア経済の見通し					
予測機関	公表月	成長率(前年比、%)		インフレ率(前年比、%)	
		22年	23年	22年	23年
ロシア中銀	7月	▲6.0-▲4.0	▲4.0-▲1.0	13.8-14.7	4.3-7.5
IMF	7月	▲6.0	▲3.5	-	-
中銀集計コンセンサス	7月	▲6.0	▲1.3	-	-
Bloomberg集計	7・8月	▲8.0	▲2.7	14.4	7.0
OECD	6月	▲10.0	▲4.1	16.2	13.3
世界銀行	6月	▲8.9	▲2.0	-	-
		成長率(10-12月期の前年比、%)		インフレ率(12月時点の前年比、%)	
		22年	23年	22年	23年
ロシア中銀	7月	▲12.0-▲8.5	1.0-2.5	12.0-15.0	5.0-7.0
IMF	7月	▲13.9	4.8	-	-
中銀集計コンセンサス	7月	-	-	15	6.1
Bloomberg集計	7・8月	▲13.8	-	13.6	5.8

（資料）ロシア中銀、IMF、OECD、世界銀行、Bloomberg(8月16日時点)

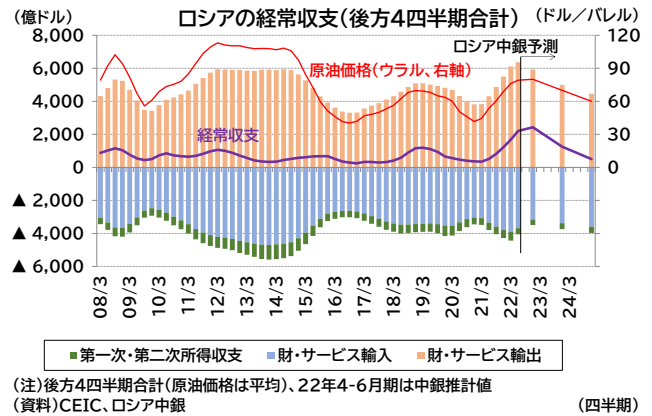
に10%を超える伸び率となるが、23年には1桁台まで低下する見通しとなっている（ただし、6月時点のOECD見通しでは成長率のマイナス幅が大きく、インフレ率も高めの想定になっている）。

今後の成長パスを考える上では、10-12月期の前年比で見た見通しが参考になるが、年末にかけて成長率が2桁減になるとの見方が主流と見られる。上述したように、足もと4-6月時点では前年同期比▲4.0%であるので、この見通しが実現すれば、年末に向けてさらに経済への下押し圧力が強まり、コロナ禍のボトムを下回ることになる（図表16）。

（図表16）



（図表17）



ただし、実際には、戦争や制裁の行方に大きく左右される状況が続くだろう。

冒頭で述べた通り、ロシアは主力輸出品目（エネルギーや食料など）を武器として西側諸国に揺さぶりをかけつつ、西側諸国の「脱ロシア」に対抗するために代替貿易先（輸出側では代替市場、輸入側では調達源）の確保や、国内での製造力強化を目指しているものと見られるが、西側諸国もロシアのこうした対抗策を封じようとしている。

具体的には、G7で合意された、ロシア産原油価格に対する上限設定措置が実現すれば、これまでロシア経済の成長を支えてきたエネルギー輸出からの収入が抑制される。また、欧州が痛みを伴いつつも来年にかけ、ロシアが代替貿易先を確保する前に、迅速に「脱ロシア」達成の目途を付けることができれば、来年以降、ロシアはエネルギー輸出の大きな市場を失うことになる。これらはいずれもロシア経済の下押し圧力となる。逆に、原油価格の上限設定がうまく機能しない、あるいは「脱ロシア」が遅れれば、ロシアのエネルギー収入の維持につながり、経済への悪影響も軽減されるだろう。

例えば、上記のロシア中銀の見通しでは、ベースラインシナリオで今後の輸出入減少を見込んではいらぬものの、特に輸出の減少幅は原油価格や「脱ロシア」の進展に動向に大きく依存すると言える（なお、ロシア中銀はGDPの構成要素である財・サービスの実質輸出を22年▲17-▲13%、23年▲12.5-▲8.5%、実質輸入を22年▲31.5-▲27.5%、23年▲1.5-+2.5%になると想定、また、ウラル原油は24年末にかけて60ドル/バレルに低下、それに合わせる形で経常収支ベースのドル建て名目輸出が減少することを想定している、図表17）。

それだけに、この冬の欧州の「脱ロシア」の進展具合や、西側諸国のさらなる制裁措置とその実効性、貿易代替先としての中国やインドの動向が引き続き注目される。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。