

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

ロシア経済の現状と見通し

～制裁下で景気後退は不可避ながら、
資源輸出拡大で巨額の経常黒字を確保～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員 篠原 令子

reiko.shinohara@iima.or.jp

経済調査部 研究員 小宮 佳菜

kana.komiya@iima.or.jp

<要旨>

1. 2022年1-3月期の実質GDP成長率は前期から減速しつつも底堅さを維持した。欧米等の経済制裁により個人消費と総固定資本形成の伸びが低下したが、外需が成長を下支えしている構図とみられる。4月以降は外資企業の撤退や各国の禁輸措置に伴う供給不足の影響を受けて、消費と生産が急激に落ち込んでいる。
2. ロシアによるウクライナへの軍事侵攻の開始後にルーブルは急落したが、その後は大幅にルーブル高が進行した。中銀が大幅利上げや各種資本取引規制を相次いで実施した結果とみられ、人為的に創出された面があろう。経常黒字の拡大も背景と考えられるが、資源輸出の拡大はロシアの強みを反映しているのに対し、輸入減少は制裁による影響であり、足許のルーブル高はロシアの強みを反映したものとは言えないであろう。
3. EUは対ロシア制裁として石炭、原油と石油製品の禁輸を決定したが、代替先となり得る中国とインド向けの資源輸出が急増している。ただしボリュームを踏まえれば、対EUの減少分を中国とインドで全ては相殺できないとみられる。
4. 西側諸国の制裁により、ロシアの外貨準備におけるドルやユーロ等は凍結され

ている。利用可能な外貨準備については、当該通貨の国との貿易決済等に用いるには十分な水準にあるものの、例えば人民元はドルやユーロに自由には交換できないと推察され、外貨準備の本来の目的（為替介入や外貨建て債務返済）には利用できない状況にあり、平時と異なりその規模を以って適正水準を判断することは出来ない。

5. 2022年の対外資金需要を試算すると、巨額の経常黒字で十分カバーできると見込まれる。2023年は対外資金需要が発生する計算となり、凍結されていない外貨準備の規模だけ見れば対外資金需要をカバーできる。しかしながら、それ以前に制裁によってロシアが対外債務の支払いを拒絶されている状況を踏まえると、通常のような形で外貨繰りの問題が発生するとは考え難い。
6. 2022年は経済制裁の影響とインフレ加速、高インフレによる家計の購買力の低下等により、実質GDP成長率は▲10%前後を見込む機関が多く、2023年は▲2%近辺と予想されている。外貨建て国債デフォルトによるロシア経済への影響は、当面は小さいとみられる。
7. ロシアは足許でエネルギー輸出によって外貨収入を得ている状況にあり、資源価格高と相俟って、2022年は巨額の経常黒字が予想されている。しかし、その先を展望すると、EUのロシア依存からの脱却が進む一方、中国とインドはEU向け輸出の減少分を全て埋め合わせることはできない公算が高い。供給懸念から資源価格の高止まりが予想されるが、ロシアのエネルギー輸出収入は減少に向かうとみられる。外貨収入が減少した場合でも、対外債務の支払いを拒まれている状況では外貨不足が問題になる場面は想定し難いが、ロシアは国際金融市場から孤立し、経済面でも西側諸国との貿易制限や、外資系企業の撤退、人材流出の影響が顕現すると予想され、経済の停滞が免れないであろう。

<本文>

1. ロシア経済の現状

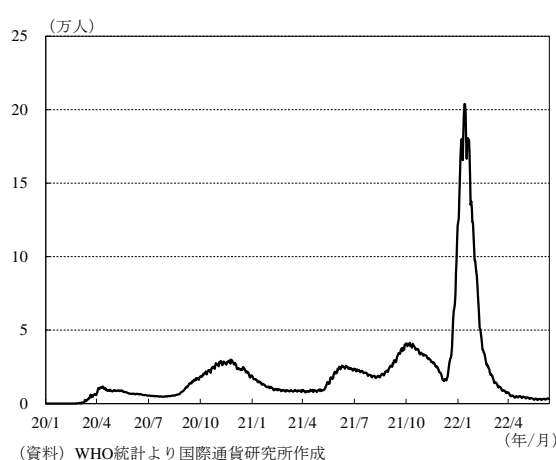
(1) 新型コロナウイルス感染状況

ロシアにおける新型コロナウイルスの感染者数は、2022年7月11日時点で累計約1,850万人、死者数は累計約38万人となっている。ロシアでは、2020年1月末に国内最初の新型コロナウイルス感染者が確認されて以降、3月後半から感染者数が急拡大し（第1図）、モスクワ市では2ヵ月超に渡るロックダウンが行われるなど厳格な行動規制措置が導入された。一時は感染者数が減少したものの、その後も変異株の流入などを受けた感染再拡大と行動制限強化による感染収束が繰り返された。2021年10月には1日当たりの新規感染者数が3万人を超え、死者数も1,000人を超えるなど感染が拡大したため、モスクワ市では約1年半ぶりに11日間のロックダウンが行われた。

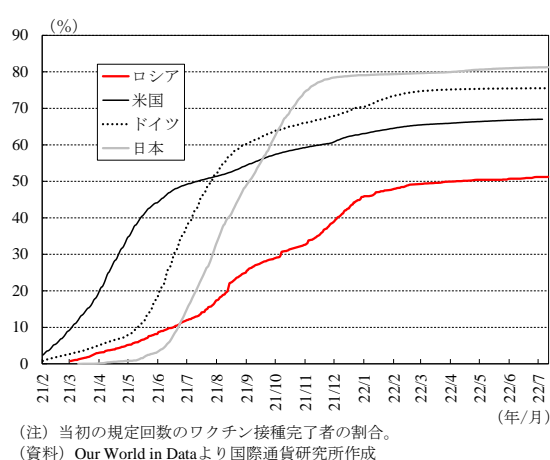
しかし、ロックダウン後も感染は収束せず、2022年以降は新たな変異株（オミクロ

ン株)の蔓延に伴い、感染者数が急増した。2月には新規感染者数が一時20万人を超えたものの、その後は急速に減少し、足許では5,000人以下での推移となっている。7月時点でロシアの累計感染者数は世界で9番目に多いが、その理由の1つとしてワクチン接種率が低い点が挙げられる。一部地域では、企業に対し従業員の80%以上にワクチン接種を義務付けるなど政府は対応を行ったが、国産ワクチンへの国民の不信感は根強く、7月時点で接種を完了した人の割合は50%程度と、主要国と比較して低水準にとどまっている(第2図)。

第1図:新規感染者数の推移



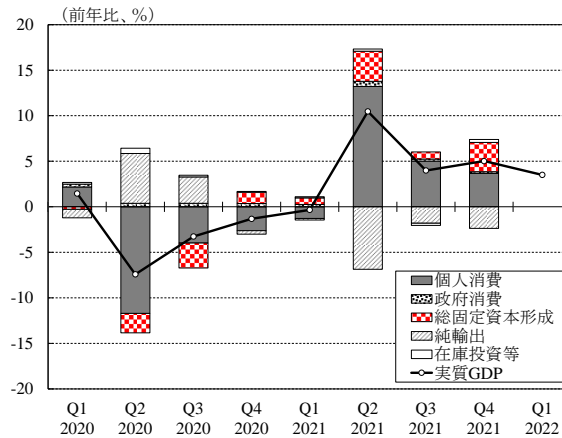
第2図:ワクチン接種率の推移



(2) 景気動向

ロシア経済は2017年以降、個人消費の拡大や好調な世界経済に支えられた資源需要の増加により緩やかな成長が続いていたが、2020年の新型コロナウイルス感染拡大の影響で、実質GDP成長率はマイナスに転じた。四半期ベースで見ると、厳格な行動制限措置が導入された2020年4-6月期の落ち込みが最も大きく、その後も前年比マイナスが続いた(第3図)。2021年4-6月は、感染拡大ペースが比較的落ち着いていたことや前年の大幅な落ち込みの反動もあり、個人消費が成長を牽引し、二桁台のプラス成長に転じた。その後も個人消費を中心に回復が続き、2021年の成長率は前年比+4.7%となった。2022年1-3月期は、西側諸国の経済制裁が3月以降実施されたことから、個人消費と総固定資本形成の伸びが低下し、実質GDP成長率は同+3.5%と前期(同+5.0%)から減速したが、底堅さを維持した。輸出と輸入の項目は未発表だが、後述のように経常黒字が拡大していることを踏まえると、外需が成長を下支えしている構図とみられる。

第3図:実質 GDP 成長率の推移



(資料) ロシア連邦統計局統計より国際通貨研究所作成

個人消費について、小売売上高の推移をみると、2021年4月に大きくプラスに転じて以降、個人消費の回復傾向が続いた(第4図)。しかし、2022年2月末以降のウクライナ危機に伴う西側諸国の経済制裁や外国企業の撤退・営業停止などを受け、4月の小売売上高は前年比▲9.8%と大幅なマイナスに転じ、5月も同▲10.1%と悪化している。また、5月の新車販売台数も前年比▲83.5%となっている(第5図)。新車販売台数の大幅減には、前年からの急速な伸びからの反動があるものの、経済制裁に伴う部品不足の影響も大きく、コロナ禍前の2019年月平均の5分の1以下の水準となった。

生産面では、鉱工業生産指数が4月以降、前年比マイナスが続くなど経済活動の低迷がみられる(第6図)。5月の鉱工業生産指数は、鉱業が前年比▲0.8%と4月(同▲1.6%)からマイナス幅が縮小したものの、製造業は各国のハイテク製品等の禁輸による部品不足の影響もあり、前年比▲3.2%と3ヵ月連続で前年比マイナスとなった。

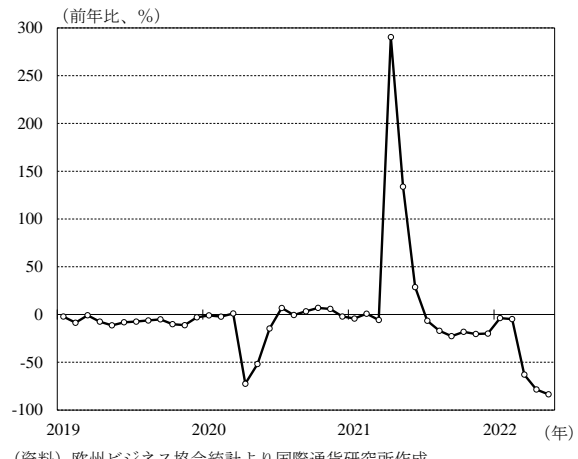
このように、4月以降、外資企業の撤退や各国の禁輸措置に伴う供給不足の影響を受けて消費と生産が急激に落ち込んでいる。制裁が長期化することで影響は徐々に大きくなるとみられており、今後の動向に注視が必要である。

第4図:小売売上高の推移



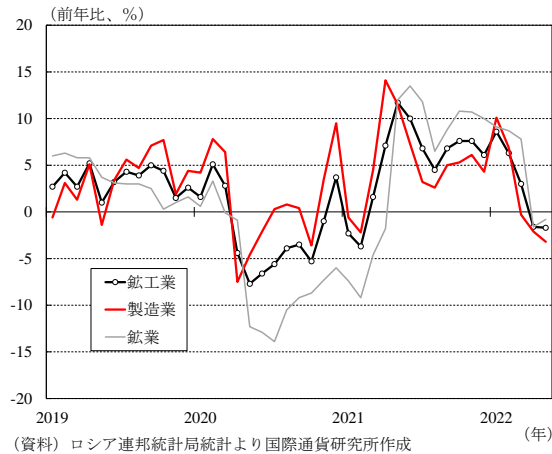
(資料) ロシア連邦統計局統計より国際通貨研究所作成

第5図:新車販売台数の推移



(資料) 欧州ビジネス協会統計より国際通貨研究所作成

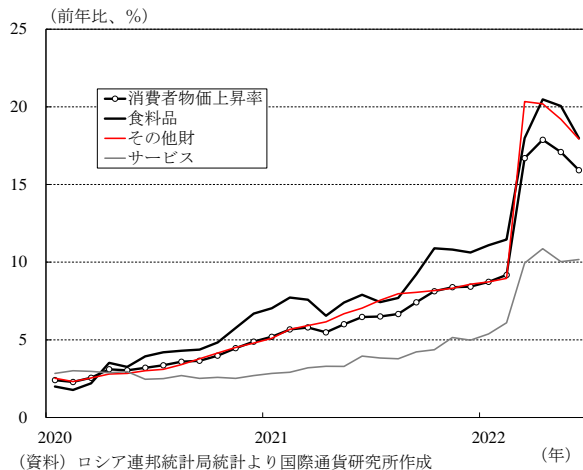
第6図: 鉱工業生産の推移



(3) 消費者物価

消費者物価上昇率は、2020 年前半には新型コロナウイルス感染拡大に伴う行動制限の強化により需要が減少したことから、ロシア中央銀行（以下、中銀）が定めるインフレ目標（前年比+4%）を下回って推移した（第7図）。その後、ルーブル安による輸入価格の上昇や世界的な食糧価格の高騰により、消費者物価は上昇基調が続いた。2022 年 2 月末のウクライナへの軍事侵攻後は、西側諸国による経済制裁が強化され、ルーブルの急落やロシア国内での生産活動の縮小により、食料品やその他財を中心にインフレが加速した。6 月の消費者物価上昇率は、前年比+15.9%と前月（同 17.1%）からやや鈍化したものの、引き続き高い水準が続いている。中銀の 6 月の物価見通しによると、2022 年中の消費者物価上昇率は 14-17%近辺で推移した後、2023 年には 5-7%、2024 年には 4%とインフレ目標近辺での推移となることを見込んでいる。

第7図: 消費者物価上昇率の推移



(4) 為替相場、金融システム

新型コロナウイルス感染拡大前に1ドル=60ルーブル前半で推移していたルーブル相場は、感染拡大による世界経済の停滞や原油価格の急落を受け、2020年3月には80ルーブルまで下落した(第8図)。その後、感染抑制や経済活動の再開を受け、ルーブルは幾分買い戻されたものの、中銀による政策金利の引き下げや反体制派指導者の毒殺未遂事件を巡る欧米諸国による制裁強化などが下落圧力となり、ルーブル相場は軟調な推移が続いた。2021年には、中銀が相次いで利上げを実施したことや原油を中心とした資源価格の上昇に後押しされ、ルーブルは上昇したが、年末以降、ロシアとウクライナ情勢緊迫が懸念され、75~80ルーブルの安値圏での推移となった。

2022年2月24日、ロシア軍によるウクライナへの軍事侵攻が開始されると、ルーブルは急落し、3月10日には史上最安値を大幅に更新する120ルーブル台まで下落した。しかし、5月にはコロナ禍前の水準を回復し、その後50ルーブル台前半と2017年以来5年振りの水準まで上昇した後、足許では50ルーブル台後半での推移となっている。

こうしたルーブル高は、中銀が政策金利の大幅な引き上げ(9.5%→20.0%、2月28日決定)や各種資本取引規制の強化(例:輸出業者の外貨収入の80%の売却義務付け、2月28日決定)などを相次いで実施した結果によるものとみられ、人為的に創出された面があろう。さらに、資源価格高騰を受けた輸出拡大と制裁による輸入の落ち込みを受けた経常黒字の拡大も背景にあると考えられる。資源輸出の拡大はロシアの強みを反映したものだが、輸入減少は制裁による影響である。これらを踏まえると、足許のルーブル高はロシアの強みを反映したものとは言えないであろう。

また、中銀による大幅な利上げや資本規制の強化は、金融システムの安定性に対するリスクを軽減する目的からも実施された。中銀の報告¹によれば、金融機関の支援、決済の安定性の確保、金融機関への流動性の供給、債権者や預金者のパニック防止、制裁直後の外国人投資家によるロシア国債と株式の大量売却に対する政策措置により、金融システムの安定が確保された。これを受けて、中銀は4月以降、政策金利を段階的に引き下げ、現在は9.5%とウクライナ侵攻前の水準となった。資本取引規制も段階的に緩和しており、今後も機動的に対応していくものとみられる。

¹ https://www.cbr.ru/eng/analytics/finstab/ofs/4q_2021-1q_2022/

第 8 図：ルーブルの対ドル為替レート(モスクワ証券取引所)の推移

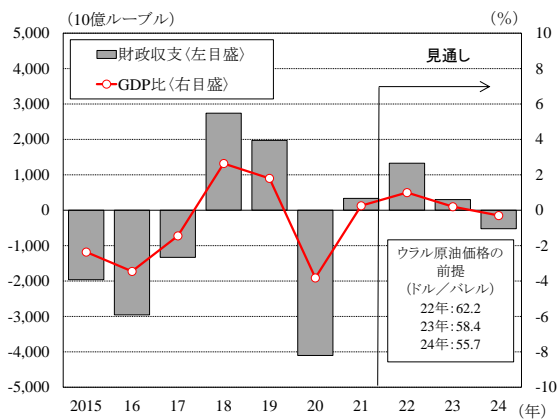


(資料) Bloomberg統計より国際通貨研究所作成

(5) 財政収支

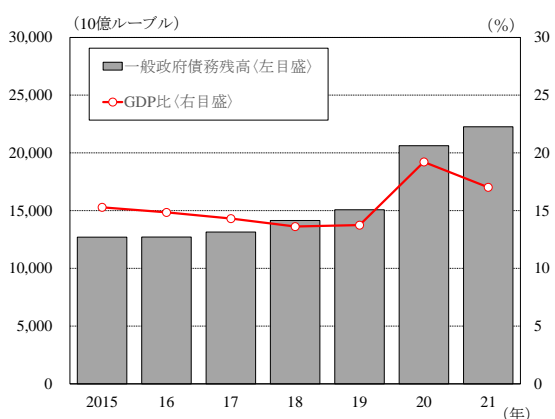
2021年の連邦政府の財政収支は、石油・ガス収入の増加を主因に3,335億ルーブル（GDP比0.3%）と前年の大幅な赤字（同▲3.8%）から黒字に転じた（第9図）。ウクライナ侵攻前に策定された2022-2024年予算では、2022年の財政収支は1兆3,280億ルーブル（同1.0%）の黒字が見込まれていた（同図）。しかし、国防費が急増するなか、シリアノフ財務相は6月、2022年の財政収支は同2%の赤字が見込まれるとしており²、政府系ファンド「国民福祉基金」（National Wealth Fund）から赤字を補填する計画を示している³。政府債務残高については、GDP比20%を下回って推移しており（第10図）、米国（2021年：133%）やドイツ（70%）、タイ（58%）やインドネシア（43%）等の新興国と比べても低い水準である。

第 9 図：連邦政府の財政収支：
実績と予算上の見通し



(資料) ロシア財務省資料より国際通貨研究所作成

第 10 図：一般政府債務残高



(資料) IMF統計より国際通貨研究所作成

² <https://tass.com/economy/1466353>

³ <https://jp.reuters.com/article/russia-economy-budget-idJPKCN2MK073>

(6) 対ロシア経済・金融制裁

ロシアによるウクライナ侵攻を受け、欧米諸国や日本など西側諸国による対ロシア制裁が強化されている（第1表）。2022年2月21日、親ロシア派が実効支配するウクライナ東部2州についてロシアが独立国家として承認したことで、米国はロシアの一部金融機関との取引制限を発表し、欧州や日本は関係者の資産凍結を行うなど、ロシアへ経済制裁を科した。2月24日にはロシア軍がウクライナへの軍事侵攻を開始し、主要国はロシアの一部金融機関に対し、国際銀行間通信協会（SWIFT）からの排除や中銀の外貨準備の取引を制限するなど、追加制裁を発表した。その後も各国はロシア企業・個人への資産凍結対象の拡大や軍事転用の可能性のある製品・物品の輸出制限を行うなど経済面での圧力を強めた。

3月に入ると、ロシア軍による民間人への残虐行為を非難し、米国は、ロシア産の原油・天然ガス・石炭と関連製品の禁輸措置を発表し、エネルギー分野の制裁に踏み切り、英国もロシア産石炭・原油の年内輸入停止を相次いで発表した。一方、原油輸入量の3割弱をロシアに依存する欧州連合（EU）は経済への悪影響を考慮し、原油や天然ガスの輸入制限は行わず、石炭の段階的な禁輸措置にとどめた。しかし、紛争が長期化する中、5月にはEUがロシア産石油の輸入停止やロシア最大手行ズベルバンクの国際決済網からの排除などの追加制裁案を公表した。また、日本も各国と足並みを揃え、ロシア産石炭・原油の段階的な輸入停止措置を行う方針を示した。

第1表:各国の主な対口制裁

		米国	EU	英国	日本
金融	全体	ロシア一部銀行をSWIFTから排除。中銀外貨準備の利用制限			
	金融システムからの遮断/金融機関への制裁	<ul style="list-style-type: none"> ズベルバンク：米国金融システムへのアクセス遮断 →ズベルバンク、アルファバンクの資産凍結・米企業との取引禁止（エネルギー関連取引は対象外） VTBなど主要行：米国との取引停止、資金凍結 3/1以降発行のロシア国債について、流通市場への参加禁止 ロシア中銀との金取引禁止 米国金融機関を通じたロシアの債務支払いを禁止 	<ul style="list-style-type: none"> VEBなど主要行の資産凍結 ロシア国有企業のEU証券市場での上場・金融サービスの提供禁止 EU内投資家のロシア国債取引禁止 ロシア金融機関のSWIFTからの排除について、最大手行ズベルバンクを追加 	<ul style="list-style-type: none"> ロシア全金融機関の資産凍結 ロシア企業の英国での債券発行禁止 英国内でのロシアソブリン債発行禁止 ズベルバンクの資産凍結 	<ul style="list-style-type: none"> VEBなど3行の資産凍結 →3/3 VTBなど4行の追加を発表 →4/8 最大手行ズベルバンクとアルファバンクの2行を追加 →6/7 モスクワ・クレジット・バンクとロシア農業銀行の2行を追加 日本国内でのロシアソブリン債発行・流通停止
	個人・企業	<ul style="list-style-type: none"> プーチン大統領、政府高官、オリガルヒの米国内資産の凍結 ロシア主要企業の米国内資金調達禁止 ロシア主要国営企業、政府高官家族の資産凍結 ロシア政府系テレビ局3社を制裁対象に追加 	<ul style="list-style-type: none"> プーチン大統領や政府高官、オリガルヒを含む個人・団体のEU内資産凍結 	<ul style="list-style-type: none"> プーチン大統領や政府高官、オリガルヒを含む個人・団体の英国内資産凍結 制裁対象にロシア政府メディアなど政権を宣伝する個人や企業を追加 ロシア航空会社3社の英国内資産の凍結 	<ul style="list-style-type: none"> プーチン大統領を含む政府高官、オリガルヒの資産凍結 親口派2地域の関係者の資産凍結
通商	<ul style="list-style-type: none"> ハイテク製品の輸出規制 石油精製装置の輸出規制 ロシア産原油・天然ガス・石炭の輸入禁止 水産品・ウォッカなどロシア主要産業品の輸入禁止 宝飾品・美術品など高級品の輸出禁止 ロシアを最恵国待遇から除外 ロシアからの輸入品に対する関税を35%に引き上げ ロシア産金の輸入禁止 	<ul style="list-style-type: none"> 石油精製に関する商品・技術の輸出禁止 航空・宇宙産業に関する商品・技術の輸出禁止 ロシアの鉄鋼製品の輸入禁止 宝飾品・美術品など高級品の輸出禁止 ロシアを最恵国待遇から除外 EU初、ロシア産天然ガスの輸入停止（リトアニア） ロシア産石炭、木材、セメントの輸入停止 半導体などの先端技術の輸出禁止 海上輸送のロシア産石油の輸入停止 	<ul style="list-style-type: none"> 高度技術製品の輸出禁止（電子機器、通信、航空など） ロシア産原油について、年末までに輸入を停止 宝飾品・美術品など高級品の輸出禁止 ロシアを最恵国待遇から除外 ロシア産石炭について、年末までに輸入を禁止 石油精製機器の輸出禁止 ロシア産金の輸入禁止 	<ul style="list-style-type: none"> 親口派2地域との輸出入禁止 ロシアの軍事関連団体への半導体など一部製品の輸出禁止 石油精製装置の輸出禁止 ロシアを最恵国待遇から除外 高級車・宝飾品などぜいたく品の輸出禁止 ロシア産石炭の輸入を段階的に削減 ロシア産機械類、一部木材、ウォッカの輸入禁止 ロシア産石油の原則輸入禁止 ロシア産金の輸入禁止 	
その他	<ul style="list-style-type: none"> ロシア富裕層に対する米国市民権の販売停止 ロシア機の米国領空飛行の禁止 米国企業や投資家のロシアへの新規投資を全面禁止 米国企業によるロシア企業への会計・コンサルティングサービスの提供を禁止 	<ul style="list-style-type: none"> 外交官、政府関係者、ビジネスパーソンへのビザ発給制限 ロシア国債・企業の格付け禁止 ロシア領事館を閉鎖（エストニア、ラトビア） ロシア人外交官を国外追放（ドイツ、フランスなど） ロシア船舶のEU域内の寄港禁止 	<ul style="list-style-type: none"> ロシアとの共同研究・イノベーションに関し、公的資金の停止、英国研究機関による出資停止、政府間対話の停止 ロシアへの対外投資を禁止 	<ul style="list-style-type: none"> ロシアへの新規投資禁止 ロシア人外交官を国外追放 	

(資料)各種報道資料より国際通貨研究所作成

2. 外貨繰りの見通し

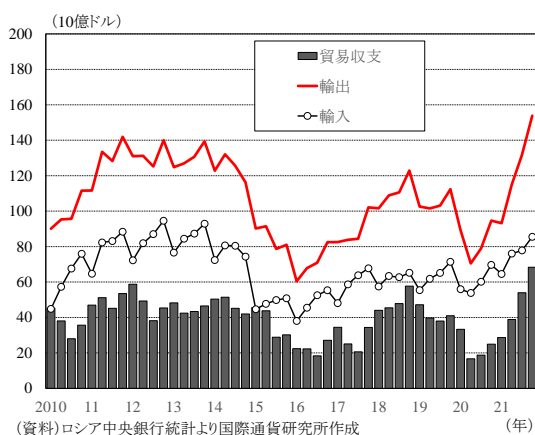
(1) 貿易、国際収支

輸出は、原油や天然ガスなど資源関連がおよそ半分を占めており、貿易黒字が続いている（第 11、12 図）。2020 年は原油価格の下落やコロナ禍での輸出相手国の需要減少により輸出は大きく減少したことから、貿易黒字は大幅に縮小した。2021 年は資源価格の上昇により輸出が増加し、貿易黒字は 1,903 億ドルと前年から倍増した。こうした貿易黒字の拡大を背景に、経常収支は 1,223 億ドル（GDP 比 6.9%）と前年（360 億ドル）から黒字幅が大きく拡大した（第 13 図）。こうしたなか、金融収支については、直接投資も証券投資も流出超過となり、全体では 1,224 億ドルと前年（393 億ドル）から流出超過幅は拡大した。

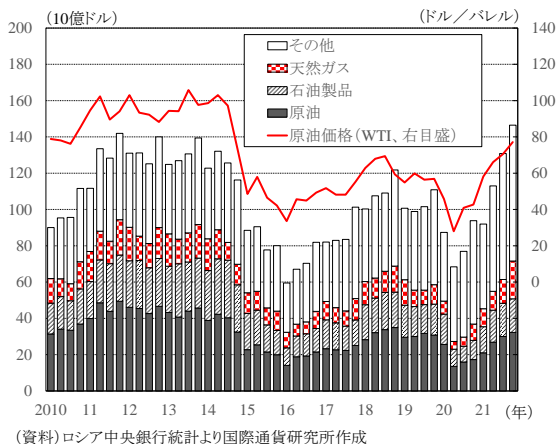
2022 年は輸出入の月次統計は 1 月分までしか発表されておらず、国際収支も一部項目のみの発表となっている。1-6 月期の経常収支は 1,385 億ドルと 2021 年通年の 1,223 億ドルを上回り、四半期ベースでも 1-3 月期 684 億ドル、4-6 月期 701 億ドルと過去最大を更新している。中銀は、輸出の大幅な増加と輸入の減少によるとしている。

IMF の経済見通しによれば、2022 年の経常収支は 2,275 億ドル（GDP 比 12.0%）、欧州委員会と国際金融協会（IIF）も 2,000 億ドル台と、高水準の経常黒字を見込んでいる。2023 年については各機関の予測値に幅があり、輸出の増加ペースや原油価格の前提の違いが背景とみられるが、黒字幅が縮小する点では共通している。

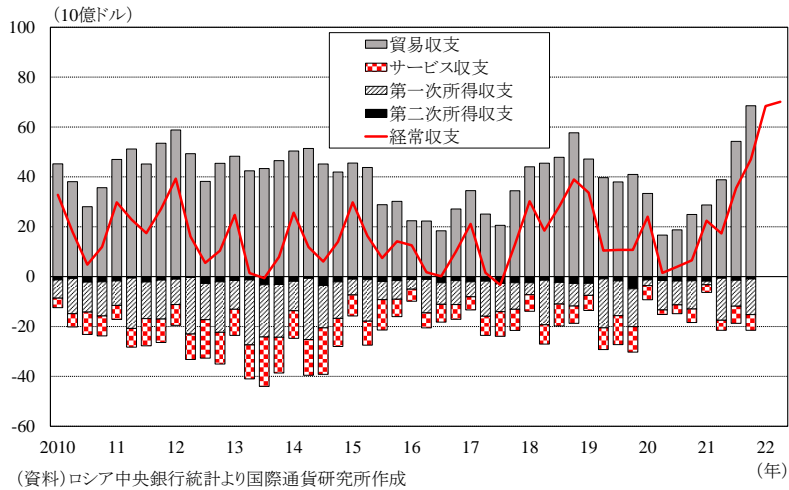
第 11 図：貿易収支の推移



第 12 図：輸出の内訳



第 13 図：経常収支の推移



エネルギーについては、欧州はロシアからの輸入のシェアが高く、同時にロシアにとっても欧州は最大の輸出先となっており、相互に依存度が高い（第 2 表）。

第 2 表：欧州とロシアにおけるロシアの資源輸出のシェア

	原油	石油製品	天然ガス	LNG
欧州の資源輸入量におけるロシアのシェア(%)	29.7	38.4	45.2	16.1
ロシアの資源輸出量における欧州のシェア(%)	52.6	53.9	82.8	43.9

(資料)BP統計より国際通貨研究所作成

EU は 4 月 8 日の石炭禁輸（移行期間 4 ヶ月）に続き、6 月 3 日には海上輸送分の原油（同 6 ヶ月）⁴と石油製品（同 8 ヶ月）の禁輸、ロシア産の原油輸送に関する海上保険の提供禁止（同 6 ヶ月）を採択した。この措置により、年内にロシアからの石油輸入の 90%を停止するとしている。

しかしながら、禁輸していない国への輸出が増加すれば、こうした EU の制裁の効果は薄れることから、代替先となり得る中国とインド向け輸出の動向が注視されている。中国については、原油や天然ガス等の鉱物燃料のロシアからの輸入額は、4 月と 5 月に急増している（第 3 表）。インドについても、ロシアからの鉱物燃料の輸入額は 4 月以降、増加が顕著である。西側諸国でロシア産原油が敬遠されるなか、代表的な油種「ウラル産原油」（5 月平均 78.81 ドル／バレル）⁵は北海ブレント（同月 111.96 ドル

⁴ パイプライン経由の原油輸入は対象外。

⁵ <https://tass.com/economy/1468695>

／バレル)より安値で取引されていることが主因とみられるが、前年比では価格が上昇していることもあって、輸入額が急増している。

また、フィンランドのシンクタンク「Centre for Research on Energy and Clean Air (CREA)」は報告書⁶において、EUのロシアからの原油輸入は5月に18%減少したが、この減少はインドとUAEに吸収され、ロシアの原油輸出量に変化はなかった、としている。

第3表: 中国とインドのロシアからの鉱物燃料輸入

	中国		インド	
	金額(百万ドル)	(前年比、%)	金額(百万ドル)	(前年比、%)
2019年	42,619	0.8	2,884	31.4
2020年	33,385	▲ 21.7	2,042	▲ 29.2
2021年	53,541	60.4	4,215	106.4
2022年1月	5,516	84.0	655	138.6
2月	4,606	34.3	269	53.5
3月	5,971	46.9	865	183.7
4月	6,660	82.4	1,897	459.9
5月	7,938	138.9	2,313	615.8

(注)対象品目はHSコード27(鉱物燃料)。

(資料)中国税関総署統計およびインド商工省統計より国際通貨研究所作成

このように、足許では中国とインド向け原油輸出が急増しているが、ボリュームを踏まえれば、EU向けの減少分を中国とインドで全ては相殺できない見込みである。2021年のロシアから欧州への輸出量⁷は、原油138.7百万トン、石油製品75.9百万トンに対して、中国は各々79.6百万トンと3.2百万トン、インドは4.5百万トンと2.1百万トンと水準が大きく異なる。また、エネルギー安全保障の点では資源調達が多様化や分散化は重要な課題であることから、中国とインドがロシアへの依存度を大きく高める戦略を取るとは考え難い。

(2) 対外債務残高

① 対外債務残高の現状

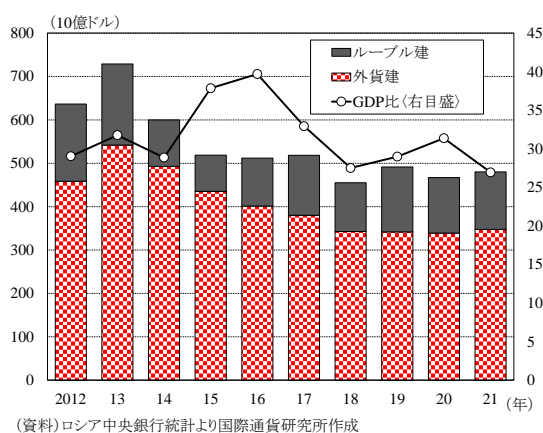
対外債務残高は、ピークの2014年6月末の7,328億ドルから減少基調を辿り、2021年末には4,800億ドル、GDP比27%、外貨準備高(除く金)比では96.5%となった(第14図)。うち、外貨建て債務は3,474億ドルと全体の72.4%を占め、期間別では長期債務が3,941億ドル、全体の82.1%と、長期が中心の構造となっている。一般政府の対外債務残高(621億ドル)のほぼ全てが長期債であり(第15図)、通貨別でみ

⁶ https://energyandcleanair.org/wp/wp-content/uploads/2022/06/Financing-Putins-war-100-days_20220613.pdf

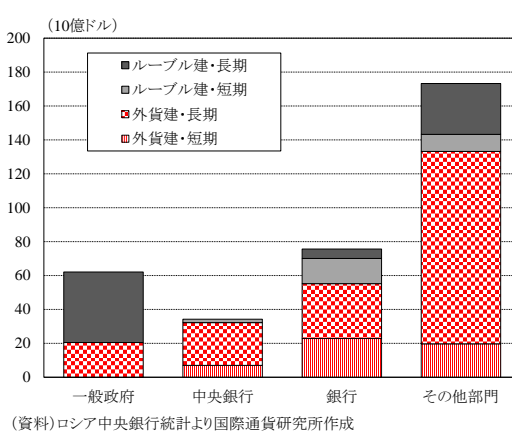
⁷ <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/xlsx/energy-economics/statistical-review/bp-stats-review-2022-all-data.xlsx>

ると外貨建ては205億ドルと全体の33%を占め、GDP比では1.2%の規模にとどまっている。2022年3月末の対外債務残高（全体の計数のみ公表）は4,535億ドルと前年末から減少した。

第14図：対外債務残高の推移



第15図：対外債務残高の内訳(21年末)



②ロシア格付け停止と4月以降の支払い状況

欧州委員会は3月15日、第4次経済制裁の一つとして、主要格付け機関に対してロシアの国債と企業の格付けを禁止すると発表した。これに沿って、大手格付3社（S&P、Moody's、Fitch）は、ロシアの発行体の格付けを制裁施行日の4月15日までに取り下げている。

ロシアの外貨建て国債の元利払いを巡っては、4月4日付のドル建て国債について遅延分の金利が支払われていないと一部投資家が主張したことから、クレジットデリバティブ決定委員会（CDDC）は6月1日、この主張を認め、「不履行」と認定した。通常は格付け会社がデフォルトの判断をするが、格付けが取り下げられていることから、今回の判断が事実上のデフォルト認定と市場で受け止められている。また、米国は制裁措置として、米国人とロシア当局等との取引を禁止し、5月25日まではロシア国債の利払い受け取りを可能とする特例措置を認めてきたが、特例措置を延長しないことを決定した。今後、米国人投資家はロシア政府から支払いを受けられない。

5月27日付については、一部の国外投資家が30日間の猶予期間を過ぎても利息を受け取っていないと報道され、6月27日にMoody'sは「ロシア国債がデフォルトに該当」との非公式見解を発表した。これに対してロシア政府は、支払いの意思と能力はあったが国際証券決済機関のユーロクリアが処理を保留した結果だと主張し、デフォルトには該当しないと反論している。

第 4 表: 対外債務支払いスケジュール(2022 年)

(単位: 百万ドル)

支払日	元利支払額			支払日	元利支払額		
	利払い	元本	通貨		利払い	元本	通貨
4月4日	129	2,000	ドル建て	9月30日	74	359	ドル建て
5月27日	71	0	ドル建て	10月4日	84	0	ドル建て
5月27日	30	0	ユーロ建て	11月20日	42	0	ユーロ建て
6月23日	235	0	ドル建て	11月27日	71	0	ドル建て
6月24日	159	0	ドル建て	12月4日	56	0	ユーロ建て
9月16日	117	0	ドル建て	12月23日	235	0	ドル建て
9月21日	66	0	ドル建て	12月24日	159	0	ドル建て
9月28日	102	0	ドル建て				

(資料) CNBC HP、各種資料より国際通貨研究所作成

(3) 外貨準備高

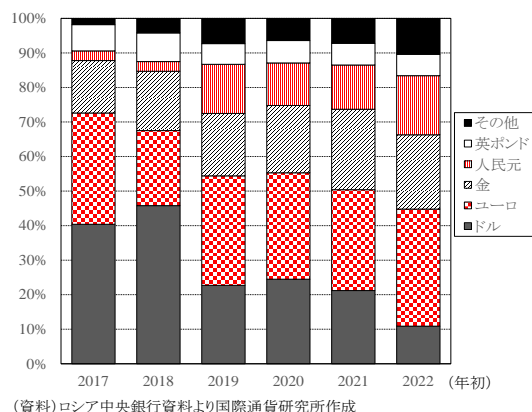
外貨準備高（金を含む）は 2021 年末に 6,306 億ドルに達したが、2022 年に入り減少し、直近 6 月末は 5,841 億ドルとなった（第 16 図）。外貨準備の構成をみると、かつてはドルが 40% 程度を占めていたが、中銀はドル依存度を低下させており、最新 2022 年 1 月 1 日時点でユーロが 34% と最も多く、金は 22%、人民元は 17% を占め、ドルは 11% に留まっている（第 17 図）。

2021 年末時点では、外貨準備高は輸入 20 カ月分（3 カ月以上が適正とされる）、短期対外債務カバー率は 730%（同 100% 以上）と、適正水準を大きく上回っている。また、IMF が算出している「必要とされる準備高（Assessment of Reserve Adequacy Metric: ARA）」は、2021 年末時点で 339% と高水準（IMF によれば 100~150% が適正とされる）である。このように、2021 年末時点ではロシアは豊富な外貨準備を保有しており、各種指標から見た対外支払い能力に対する懸念は小さかったといえる。

第 16 図: 外貨準備高の推移



第 17 図: 外貨準備の通貨構成



しかし、足許では西側諸国の制裁により、外貨準備におけるドルやユーロ等は凍結されており、通貨構成からみると 60% に相当する。米国のイエレン財務長官は、米国

と同盟国がロシア中銀の資産を推計 3,000 億ドル凍結したと発言しており⁸、ロシアのシリアノフ財務相も 3,000 億ドルが凍結されていると述べている⁹。また、西側諸国はロシア中銀保有の金準備に関連する取引も禁止している。

足許で利用可能な外貨準備 3,000 億ドル弱については、人民元等ドルやユーロよりも流動性が低い通貨が大半であり、当該通貨の国との貿易決済等に用途は限定されるとみられる。例えば、中国の資本規制等により、ロシアが人民元をドルやユーロに市場で自由には交換できないと推察される。外貨準備の定義「通貨当局が為替介入に使用する資金であるほか、通貨危機等により、他国に対して外貨建て債務の返済が困難になった場合等に使用する準備資産」¹⁰を踏まえれば、凍結されていない部分は本来の目的には利用できない状況であり、平時と異なりその規模を以って適正水準を判断することは出来ない。

(4) 今後の外貨繰りの見通し

2022 年と 2023 年のロシアの外貨繰りを考察する上で、「対外資金需要」をみてみる。IMF 等の国際機関では、対外資金需要 (External Financing Requirements) を「中長期対外債務の元本支払い+短期対外債務-経常収支」としている。また、対外資金需要を外貨準備でカバーできるかどうか、外貨資金繰りの 1 つの判断目安となる。

ロシアの対外資金需要の各指標は、以下の通りと置く：①2022 年と 2023 年の対外債務残高については、対外からの新規の資金調達は困難なことから 2021 年から不変として、中長期対外債務の元本支払いと短期対外債務も不変と仮定する、②経常収支は IMF の見通し値を使用する (2022 年：2,275 億ドル (GDP 比 12.0%)、2023 年：1,384 億ドル (同 8.1%))。

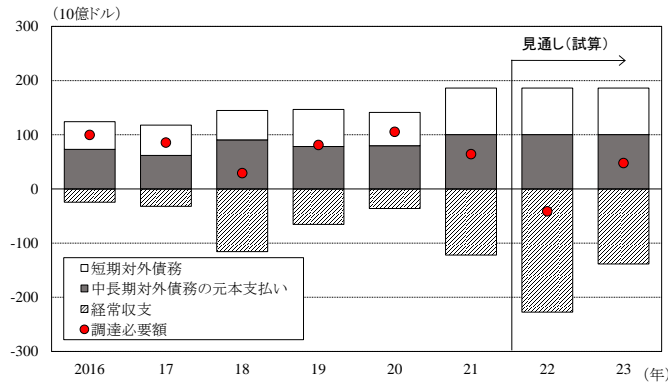
これらの数字から試算した 2022 年の対外資金需要は▲413 億ドルとなり、経常収支で十分カバーできる結果となる (第 18 図)。2023 年については、経常収支の黒字幅の縮小が見込まれ、478 億ドルの対外資金需要が発生する計算となる。上述のように用途が限られる通貨ではあるが、凍結されていない外貨準備の規模だけ見れば、対外資金需要をカバーできる。ただし、それ以前に制裁によってロシアが対外債務の支払いを拒絶されている状況を踏まえると、通常のような形で外貨繰りの問題が発生するとは考え難い。

⁸ <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy0793>

⁹ <https://tass.com/economy/1421403>

¹⁰ <https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/intl/g08.htm/>

第 18 図： 対外資金需要の推移



(資料) ロシア中央銀行、IIF統計より国際通貨研究所作成

4. 主要機関によるロシア経済の見通し

主要機関のロシア経済の見通しをみると、経済制裁の影響（エネルギー輸出の減少、規制対象品目の輸入減少とそれに伴う生産減退、海外企業の撤退・事業停止）、インフレ加速（供給不足とルーブル安）、高インフレによる家計の購買力の低下等により、2022年の実質 GDP 成長率は▲10%前後を見込む機関が多い（第5表）。IIFは▲15%と景気の落ち込みが最も深刻な見通しであるのに対し、IMFは▲8.5%（基本シナリオ）と他機関に比べて落ち込みは小さい。2023年についても景気低迷が続き、実質 GDP 成長率は▲2%近辺を予測する機関が多い。

第 5 表： 主要機関によるロシア経済の見通し

発表日	機関名	実質GDP成長率(%)		インフレ率(%)		経常収支(億ドル)	
		2022年	2023年	2022年	2023年	2022年	2023年
3月18日	Moody's	▲ 7.0	▲ 3.0	16.2	10.0	—	—
3月28日	S&P	▲ 8.5	—	16.0	—	—	—
3月31日	欧州復興開発銀行 (EBRD)	▲ 10.0	0.0	—	—	—	—
4月19日	国際通貨基金 (IMF)	▲ 8.5	▲ 2.3	21.3	14.3	2,275	1,384
5月16日	欧州委員会	▲ 10.4	1.5	—	—	2,467	2,041
6月7日	世界銀行	▲ 8.9	▲ 2.0	—	—	—	—
6月8日	経済協力開発機構 (OECD)	▲ 10.0	▲ 4.1	16.2	13.3	—	—
6月8日	国際金融協会 (IIF)	▲ 15.0	▲ 3.0	17.7	12.1	2,006	886

(資料) 各機関資料より国際通貨研究所作成

ロシアの外貨建て国債のデフォルトを経済予測にどう織り込んでいるかとの点については、各機関ともその影響には特に触れていない。しかしながら、ロシアのデフォルトに関する一連の動き：①西側諸国の制裁により、国際市場で新規の国債発行が出来ないこと、②大手格付け会社によるロシア格付け停止、③ロシアのウクライナ侵攻と西側諸国の制裁を受けて、早い段階でロシアのデフォルトが市場に織り込まれてい

たこと等、を踏まえると、各機関は外貨建て国債のデフォルトを成長率予測に織り込んでいと推察される。2022年と2023年の成長率予測は、制裁の影響に負うところが大きく、デフォルトによるロシア経済への影響は、当面は小さいとみられる。

この先、ロシアは国債で対外調達できないため、国内で資金調達することになる。IIFによれば、歳入の減少と戦争関連支出の増加により財政赤字の拡大が見込まれ、そのファイナンスを国内金融機関に依存せざるを得ないが、国内金融機関のルーブル建て国債（OFZ）の保有比率は過去の水準と比べて低いことから、当面はルーブル建て国債の購入は可能であろう、との見方を示している¹¹。

5. おわりに

ロシアによるウクライナ侵攻は長期化の様相を呈しており、早期の停戦・終戦は展望出来ない状況にある。西側諸国によるロシアへの経済制裁も長期に亘って続く公算が高いが、他方で中国とインドは、ロシアと一定の距離を取りつつ関係を保つという基本的な姿勢を継続するとみられる。

足許では、中国とインドによるロシアの原油・石油製品の輸入は大幅に増加している。EUは石炭や原油・石油製品の禁輸を決定したが移行期間にあり、まだ完全には禁輸していない。天然ガスについては、ロシアへの依存度の高さや代替燃料の確保、受入設備の問題（例：現在、ドイツはLNG輸入基地を保有していない）等から、EU内で禁輸の合意は難しい状況である。ロシアは外貨準備が凍結されているとはいえ、こうしたエネルギー輸出によって外貨収入を得ている状況にあり、資源価格高と相俟って、2022年は巨額の経常黒字が予想されている。

しかし、その先を展望すると、移行期間後にはEUの石炭、原油・石油製品の禁輸が完全に実施される一方、中国とインドはEU向け輸出の減少分を全て埋め合わせることはできない公算が高い。また、EUは「REPowerEU Plan」により再生可能エネルギーへの移行を加速し、ロシア依存からの脱却を目指している。供給懸念から資源価格の高止まりが予想されるが、ロシアのエネルギー輸出収入は減少に向かうとみられる。外貨収入が減少した場合でも、対外債務の支払いを拒まれている状況では外貨不足が問題になる場面は想定し難いが、ロシアは国際金融市場から孤立し、経済面でも西側諸国との貿易制限や、外資系企業の撤退、人材流出の影響が顕現すると予想され、経済の停滞が免れないであろう。

（本稿は2022年7月25日までの情報に基づき作成）

以上

¹¹ Institute of International Finance [2022c]

<主な参考文献>

- ・ 小山堅[2022]、「EU がロシア産の石油禁輸合意を発表、ブレントは 120 ドル台へ」日本エネルギー経済研究所、『国際エネルギー情勢を見る目』（587）、2022 年 6 月 1 日
- ・ 日本貿易振興機構[2022]、「ビジネス短信」各号
- ・ Financial Times [2022], “How the EU’s ban on Russian oil will rock global markets”, June 1, 2022
- ・ Gerard DiPippo, ”Strangling the Bear? The Sanctions on Russia after Four Months”, Center for Strategic and International Studies, June 2022 (<https://www.csis.org/analysis/strangling-bear-sanctions-russia-after-four-months>)
- ・ Institute of International Finance [2022a], ”Russia Sanctions: Climbing the Escalation Ladder”, February 28, 2022
- ・ Institute of International Finance [2022b], “Economic Views – EM External Financing Needs”, May 17, 2022
- ・ Institute of International Finance [2022c], “Russia Sanctions: Adapting to a Moving Target”, June 8, 2022

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2022 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>