

ロシア経済：部分より全体を観察すべき

量的観測に加え、質的観測も必要

- これまでロシア経済の持続可能性（継戦能力）を知るための試みとして、「ロシア経済の一部」に着目した分析が多く見られた。しかし一部分の動きをもって経済全体の持続可能性を語ることは難しい。
- ロシア経済の現状は GDP は堅調だが、労働需給はひっ迫し、インフレ圧力が再燃している。差し迫った景気悪化リスクは小さいが、インフレをうまく制御できるか否かがロシア経済の短期的な注目点のひとつである。
- IMF は現在の小康状態が当面（～2028年）続くと予測。しかし同予測にある GDP 統計などの経済指標はあくまでも量を測る統計であるため、我々はアンケートやインタビューといった経済の質的観測も強化すべきである。
- IMF 予測によればロシアの購買力平価ベース GDP は 2028 年も世界第 7 位を維持する。中長期的にも、ロシアはユーラシア大陸において一定の経済的存在感を示し続けると慎重に考えたほうがよいのかも知れない。
- ロシアの経済的継戦能力をみるには、政府の借入や増税の原資となる企業・家計貯蓄も含めたロシア全体の資金余剰・不足を観察する必要がある。そのためには経常収支の観察が有効で、経常黒字は国家全体のフローとしての資金余剰を、経常赤字は資金不足を示す。ウクライナ侵攻開始後も四半期ベースでは経常黒字が続いていることから、ロシア全体としては資金余剰、つまり国内投資を国内貯蓄で賄えていると考えられる。

所長代理 榎本 裕洋

Enomoto-Y@marubeni.com

ロシアがウクライナに大規模侵攻を始めてから約 2 年が経過した。その間、西側諸国を中心に様々な対ロシア経済制裁が打ち出されたが、未だにロシアの侵攻を止めるには至っていない。

これまでロシア経済の持続可能性（継戦能力）を知るための試みとして、ロシアのエネルギー輸出額や政府財政など「ロシア経済の一部」に着目した分析が多く見られた。それらは大きな洞察を与えてくれる一方、経済には一部分の急激な動きを緩和する機能が組み込まれているため、一部分の動きをもってロシア経済全体の持続可能性を語ることは難しい。例えばエネルギー輸出が急減したとしても、それを受けて「国内景気悪化 ⇒ 輸入減少」となることが多いため、GDP に反映される「純輸出（輸出－輸入）」はさほど減らない、といった具合である。また政府財政が悪化したとしても、企業や家計に資金があれば、政府はそれらを借入れや徴税といった形で（もちろん国民感情に配慮しつつ）調達できる。

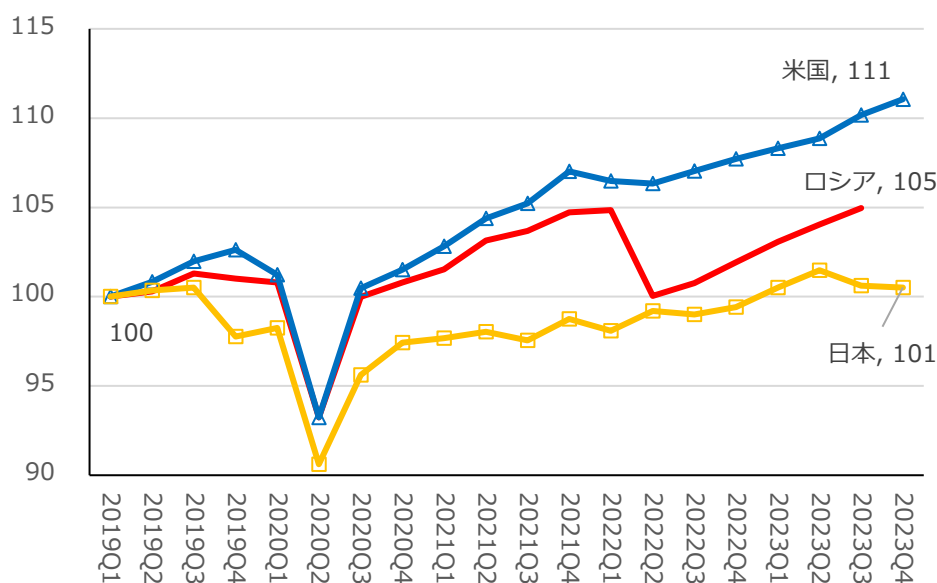
以上の問題意識から本稿ではまずロシア経済全体の現状を客観的に俯瞰し、その上で比較的公平と思われる IMF の経済見通しを紹介した上で、最後にロシア経済の持続可能性を考える上での注目点を述べたい。

なおロシア政府による経済統計の信憑性について様々な議論があることは承知しているが、ロシア経済に関する統計の多くはロシア政府しか作成していないこと、国際機関である IMF もロシア政府（特に財務省）の統計を今も利用していることから、本稿でも必要に応じてそれらを利用している。

1. 現状：小康状態だがインフレ懸念

まずロシア経済全体の活動状況を端的に示す指標として実質 GDP の水準に注目したい。図表 1 の通り日米口の 2019 年 1-3 月期¹実質 GDP 水準を 100 とすると、2023 年 10-12 月期は日本 101、米国 111、2023 年 7-9 月期のロシアは 105（2/22 現在 2023 年 10-12 月期実質 GDP 未発表）となった。実質 GDP に限れば、コロナ禍前と比較した場合、ロシアは米国ほどではないものの、一定の回復を示しているといつてよいだろう。成長の中身について「財政依存」といった批判はあるが、突き詰めると「この成長が持続的か否か」に問題は集約されよう。この点については最後に述べたい。

図表 1 実質 GDP 水準（2019 年 1-3 月期=100）比較（出所：ロシア連邦統計局、米商務省、内閣府）²



図表 2 の通りロシアの消費者物価上昇率は日米に比して高い。加えて対口経済制裁によるルーブル安を受けた物価上昇は一巡したとみられるものの、2023 年 7-9 月期からインフレが再燃している点は要注意だ。背景には先述した堅調な経済とインフレ対策としての高い賃上げ、相対的な供給力不足（特に労働力³）があると考えられる。大規模な兵力動員に伴う労働市場ひっ迫や賃金上昇圧力も無視できない⁴。2023 年 12 月 15 日、ロシア中銀は政策金利を 16%に引き上げ、足元でもそれを維持するなど物価抑制を図っている。インフレをうまく制御できるか否かがロシア経済の短期的な注目点のひとつである。

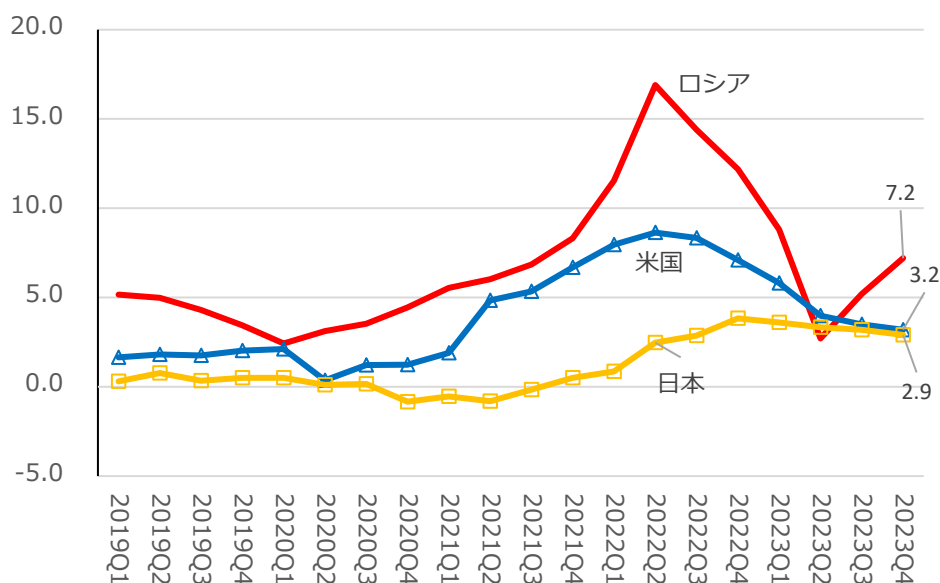
¹ 基準設定にあたり、ロシアが大規模侵攻を開始した 2022 年 1-3 月期は国によってコロナ禍からの回復度合いに差があるため、公平を期すべくコロナ禍前の 2019 年 1-3 月期を基準とした。

² 2024 年 2 月 7 日、ロシア連邦統計局は 2023 年通年の実質 GDP 成長率（速報）を前年比+3.6%と発表。しかし同年第 4 四半期の詳細は 2/22 現在発表されていない。

³ 直近 2023 年 12 月の失業率（対象は 15 歳以上）は 3.0%と遡及可能な 2017 年以降ではほぼ最低水準（最低は 2023 年 10/11 月の 2.9%）。なお 2017 年の年平均失業率は 5.2%だった。このような労働力不足を中央アジアなどからの出稼ぎによって埋め合わせることができるかどうかも注目点のひとつである。

⁴ 米国では失業率算定の際に軍人は除くが、ロシアでは軍人も含める点に留意したい。

図表 2 消費者物価上昇率（前年比％）比較（出所：ロシア連邦統計局、米労働省、内閣府）



2. 展望：小康状態が続くが経済の質悪化に留意

以上の様にロシア経済の現状を見る限りでは差し迫った景気悪化リスクは感じられない。それではロシア経済の展望はどうだろうか。ここでは公平を期すため、IMFが2023年10月に公表したWorld Economic Outlookからロシア経済の見通しを引用する。

まず実質GDP成長率は1%程度の成長が続く見通しだ。新興国としては低い、既に人口減少局面に入っているロシアとしては悪くない数字である。潜在成長率を知るための簡便法として「過去10年平均実質GDP成長率平均」を算出したところ概ね1%程度と、IMFの成長予測と近い数字となった。

政府財政収支は赤字が続くが、それでも政府・企業・家計を合計した総貯蓄率は概ねGDP比27～28%と総投資率同約24%を上回っている。つまり国内投資を国内資金ですべて賄えるという見通しとなっている⁵。また懸念されるインフレ率・失業率（失業率は下がりすぎ、つまり労働需給のひっ迫を懸念）については、時間をかけてより持続的な水準に戻っていくとの見通しだ。因みにインフレ率4%は現在のロシア中銀のインフレ目標に等しい。

とはいえロシア経済が中長期的に安泰というわけではない。GDP統計などの経済指標は誤解を恐れずに言えば「量」を測る統計である（色々と改良されてはいるが）。従って今後予想されるロシア経済の「質の悪化」は既存の経済指標だけでは把握しきれない。よって既存の経済指標だけをみてロシア経済を判断すべきではなく、アンケートやインタビューといった経済の質的観測も必要となる⁶。

今年1月に筆者がモスクワ居住者にインタビューした限りでは、現時点ではモスクワでの生活に大きな支障はなく、また日本よりも利便性の高い分野さえあることが明らかになった。例えば日本では

⁵ 元来ロシアは資本輸出国であり、現在は行き場を無くした資本の多くが国内投資に向かっていると考えられる。

⁶ モスクワ居住者によれば、いわゆるサプライチェーンの再構築は着実に進んでおり、特に自動車分野では中国車への切り替えが顕著であるという。従来、ロシアではドイツ車や日本車の人気が高かったが、ウクライナ侵攻後、必要に迫られて中国車を購入したところ「案外コストパフォーマンスが高い」ことに気付くロシア人が増えているとのこと。一方、エンターテインメントの選択肢は狭まっており、ハリウッド映画を見る機会は明らかに減っている模様。但しYouTubeは今でもロシア国内で視聴可能。VPN（仮想プライベートネットワーク、IPアドレス隠匿が可能）を経由すればフェイスブックなどもロシア国内で閲覧可能とのこと。

解禁されていないライドシェアだが、モスクワでは既に米国並みに普及している。またネット通販の宅配では、一部地域で既にロボットが導入されているという。また米国や欧州への渡航は困難になったが、トルコや中東、東南アジアへの渡航は容易であり、旅行需要は満たされているという（IT分野ではドバイやプーケットからのリモートワークも増えたという）。加えてロシア国内旅行も増えており（モスクワ観光が代表的）、これは GDP 面でもプラスに働く。かかる状況下、西側との技術格差がどのように拡大していくのか、これを知るためにも経済の質的観測は欠かせない。

図表 3 IMF によるロシア経済見通し（出所：2023 年 10 月 IMF World Economic Outlook）⁷

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
実質GDP成長率	2.2	-2.7	5.6	-2.1	2.2	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
過去10年平均実質GDP成長率	1.0	2.0	1.3	1.5	0.8	0.9	0.9	1.2	1.3	1.2
想定為替レート（ルーブル/US\$1）	64.6	72.3	73.7	68.4	85.7	89.0	91.0	93.2	95.7	98.2
総貯蓄（GDP比%、①）	26.5	25.8	29.9	32.8	26.9	28.1	27.7	27.6	27.2	26.8
政府財政収支（GDP比%、①の内数）	1.9	-4.0	0.8	-1.4	-3.7	-2.6	-1.3	-0.6	-0.1	0.3
総投資（GDP比%、②）	22.7	23.5	23.2	22.3	23.5	24.2	24.3	24.3	24.4	24.5
経常収支（GDP比%、①-②）	3.9	2.4	6.6	10.5	3.4	4.0	3.4	3.4	2.7	2.3
インフレ率	4.5	3.4	6.7	13.8	5.3	6.3	4.0	4.0	4.0	4.0
失業率（%）	4.6	5.8	4.8	3.9	3.3	3.1	3.5	4.2	4.5	4.5
一般政府総債務（GDP比%）	13.7	19.2	16.5	18.9	21.2	21.8	21.7	20.9	19.8	18.2
前提油価（北海ブレント、US\$/b）	64.2	43.3	70.8	99.0	82.4	81.2	77.4	74.3	71.6	69.3

次に図表 4 をみてみよう。（現実の）価格をもとにして計算されたのが「市場為替レートベースの米ドル建て GDP」で、この場合仮に新興国 B が先進国 A と全く同じ質・量の財・サービスを生産しているとしても、新興国 B の財・サービスが安い場合⁸、新興国 B の GDP は先進国 A のそれよりも小さくなる。一方、「Purchasing Power Parity = 購買力平価ベースの GDP」は一物一価、つまり同じ質の財・サービスであれば先進国 A でも新興国 B でも同じ価格として GDP を算出する、つまり財・サービスの量で測った GDP とも言える。その結果、新興国の GDP は「市場為替レートベースの米ドル建て GDP」よりも「購買力平価ベースの GDP」のほうが大きくなる傾向がある。

ではどちらの GDP が正しいのか。結論から言うと用途によって GDP を使い分けるべきとしか言えない。では各国の経済力を国際比較する場合はどうだろうか。企業エコノミストとしての自身の経験と、これまで多くのビジネスパーソンにこの質問を投げかけてきた感触としては、購買力平価ベースの GDPの方がより人々の実感に近いようだ。これはビジネスパーソンがドル建て金額ではなく量（鉄鋼ならトン数、自動車なら台数）で国（市場）を見ているからだろう。購買力平価ベース GDP は一物一価に基づく計算、つまり財・サービスの量で測った GDP とも言えるからだ。実は IMF も同様の認識をもっているらしく、IMF 世界経済予測のヘッドラインに出てくる世界経済成長率の国別ウェイト付けは購買力平価ベースの GDP に基づいている。

図表 4 によると、ロシアの購買力平価ベース GDP は 2028 年も世界第 7 位を維持する。中長期的にも、ロシアはユーラシア大陸において一定の経済的存在感を示し続けると慎重に考えたほうがよいのかも知れない。

⁷ 2024 年 1 月に公表された改訂見通しでは、実質 GDP 成長率が 2023 年+3.0%、2024 年+2.6%、2025 年+1.1%にいずれも上方修正された。

⁸ 一般に新興国では先進国よりも財・サービス（特にサービス）の価格が安い。

図表 4 GDP の大きさランキング（出所：2023 年 10 月 IMF World Economic Outlook）

名目GDP（市場為替ベース、十億ドル）				名目GDP（Purchasing Power Parityベース、十億ドル）					
2021年		2028年		2021年		2028年			
1	United States	23,315	United States	32,690	1	China	27,419	China	43,890
2	China	17,759	China	23,609	2	United States	23,315	United States	32,690
3	Japan	5,012	India	5,944	3	India	10,371	India	19,650
4	Germany	4,281	Germany	5,459	4	Japan	5,683	Japan	7,382
5	India	3,150	Japan	5,158	5	Germany	4,930	Germany	6,547
6	United Kingdom	3,123	United Kingdom	4,576	6	Russia	4,552	Indonesia	6,172
7	France	2,958	France	3,635	7	Indonesia	3,582	Russia	5,853
8	Italy	2,116	Brazil	2,774	8	Brazil	3,485	Brazil	4,961
9	Canada	2,001	Canada	2,699	9	France	3,369	Turkey	4,659
10	Russia	1,837	Italy	2,571	10	United Kingdom	3,336	United Kingdom	4,624
11	Korea	1,818	Mexico	2,357	11	Turkey	2,969	France	4,610
12	Brazil	1,650	Korea	2,129	12	Italy	2,756	Mexico	3,969
13	Australia	1,645	Indonesia	2,093	13	Mexico	2,756	Italy	3,692
14	Spain	1,447	Australia	2,054	14	Korea	2,532	Korea	3,597
15	Mexico	1,313	Russia	1,987	15	Canada	2,047	Saudi Arabia	2,954

3. 提言：ロシアの継戦能力を見るため、経常収支に注目を

これまでロシア経済の持続可能性（継戦能力）を知るための試みとして、ロシアのエネルギー輸出額や政府財政など「ロシア経済の一部」に着目した分析が多く見られた。これらの手法を否定するつもりはないが、経済の場合部分から全体を語ることは難しい。今後プーチン大統領が大統領選挙で勝利し、ロシアにおける戦時体制が一層進む⁹と考えるとなおさらである。

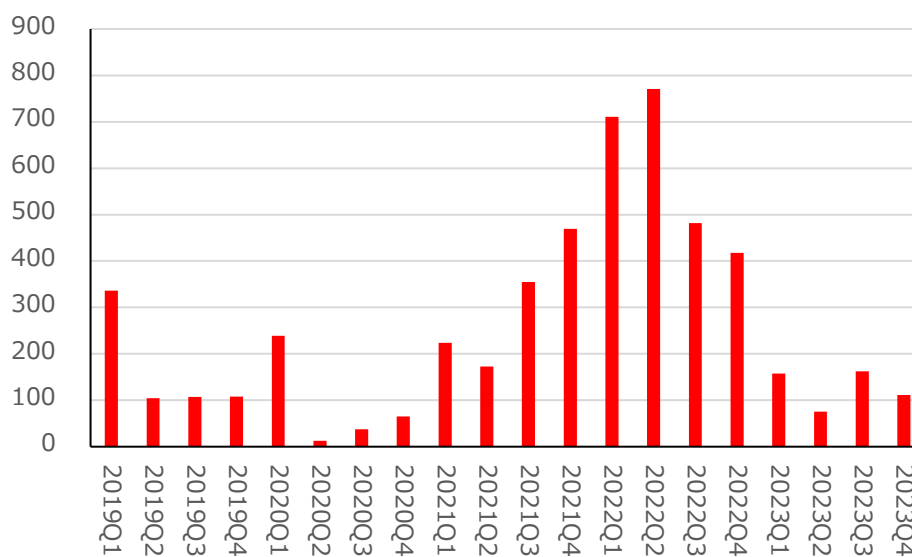
特に気になっているのはロシア政府の財政赤字をもって「ロシア経済は苦境に陥った」とする論調だ。しかしロシア財務省が機能しているという前提に立てば、財政赤字が確定したということは、その赤字分が借入などで無事埋め合わされたということでもある。もし財政赤字分を埋め合わせることが出来なければ、その分の財政支出ができないので、そもそも財政赤字にすらならないはずだ。つまりロシアの経済的継戦能力をみるには、政府の借入や増税の原資となる企業・家計貯蓄も含めたロシア全体の資金余剰・不足を観察する必要がある。

その際に注目したいのが経常収支だ。経常収支はロシアのエネルギー輸出に代表される対外収支を示すとともに（この側面も非常に重要である）、経常黒字は国家全体のフロー¹⁰としての資金余剰を、経常赤字は資金不足を示す。ストック（ロシア政府の外貨準備や基金など。経済制裁により凍結されたものも多い）への注目に加えて、経常収支に代表されるフローの資金過不足への注目を提言したい。なお図表 5 の通りウクライナ侵攻開始後も四半期ベースでは経常黒字が続いていることから、ロシア全体としては資金余剰、つまり国内投資を国内貯蓄で賄えていると考えられる。

⁹ この点については様々な議論がある。複数のモスクワ居住者は、ウクライナ侵攻を身近に感じた出来事として、①2022年9月の部分動員、②2023年8月のモスクワへのドローン攻撃、を挙げている。特に①の際は多くのロシア人が国外脱出しており、ロシア国民の感情に敏感なプーチン大統領は現時点では更なる部分動員には慎重である。

¹⁰ 一定期間の流入。 「ストック=貯蓄」の対義語。

図表 5 経常収支の推移（単位：億ドル、出所：ロシア中央銀行）



丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号
<https://www.marubeni.com/jp/research/>

(免責事項)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。