

# ロシア経済は潜在成長率付近に回帰、狙いは継戦か停戦か

研究主幹 榎本 裕洋

(注) 本資料はIMF・ロシア政府・ロシア中央銀行のデータに基づくが、公式統計の一部の発表が停止しているなど、信頼性が十分確保されていないという指摘には注意。

## 強みは力ネ：安定的なマクロ経済運営を可能にする潤沢な総貯蓄と少ない政府総債務残高

ロシアがウクライナに本格侵攻を開始してから丸4年が経過しつつある。その間様々な経済制裁を受けながらもロシアが継戦能力と市民生活を概ね維持できた最大の理由として、マクロ経済的には侵攻開始後急増した潤沢な総貯蓄（政府・家計・企業の貯蓄フローの合計）が挙げられる。理論的に「総貯蓄=総投資=経常収支」であることから、潤沢な総貯蓄は経常黒字維持に貢献し、当局の資本規制も相まってルーブルや輸入物価の安定を通じて国内物価制御に一部寄与した。またロシア政府の低い政府総債務残高（IMFによれば25年GDP比23.1%）もルーブル・金利安定の一助となった。

## 弱みはヒト：侵攻前から続く人手不足、一時的に20%近いインフレや求人倍率5倍台も

一方ロシアは本格侵攻前から持続的な失業率低下、裏を返せば人手不足に陥っていた。プーチン氏は22年9月に全国規模で実施した30万人の部分動員に対する国民の反発に懲り、その後は高額報酬で集めた地方からの志願兵や外国からの傭兵で戦線を維持しているという。人手不足は戦線だけでなく経済にも影響をもたらしている。22年以降ロシア経済は急増する総需要に応えるため、急激に総供給を増やす必要に迫られた結果、求人倍率は侵攻前の1倍台から最高5倍台まで上昇。人手不足に拍車がかかり賃金も上昇した結果、インフレ率は一時20%近くまで上昇した。このように22年以降のロシア経済の否定的側面の多くは人手不足に由来する。

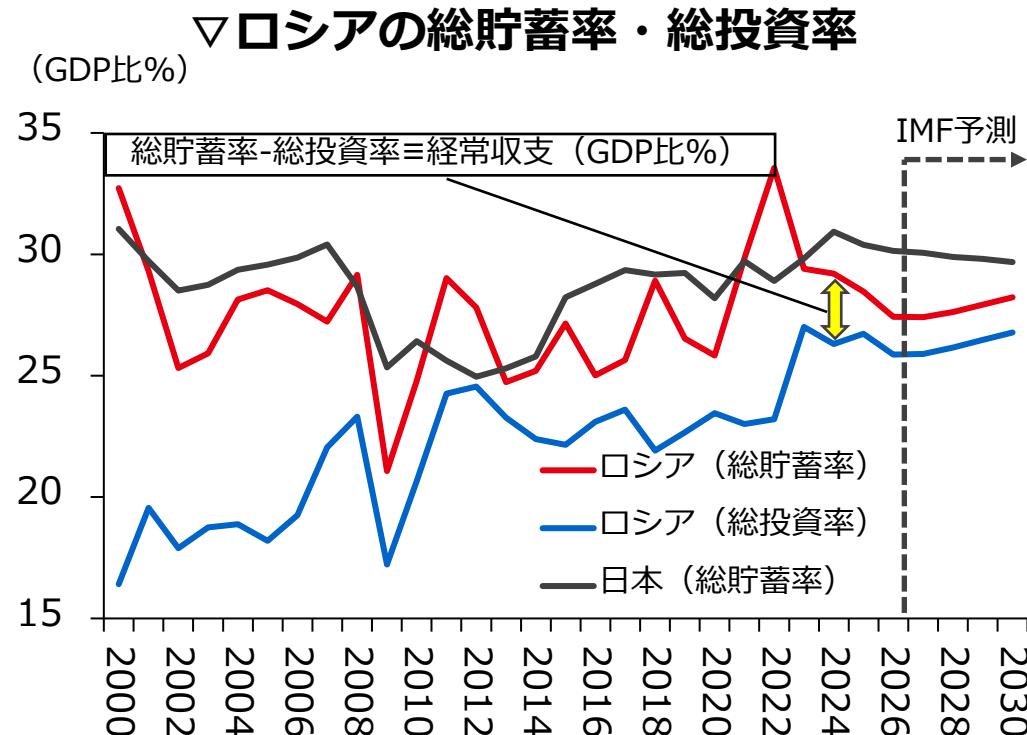
## 経済の潜在成長率回帰は停戦見込みか長期戦への備えか不明、景気減速が徴兵を容易にする懸念も

しかし油価低下や制裁により25年10-12月期の経常黒字は92億ドルと22年以降の最低水準で推移（14年1-3月期～21年10-12月期の平均は164億ドル/四半期）。これは理論的にロシアの政府・家計・企業における資金余剰（総貯蓄-総投資）の減少を反映している（左下図表参照）。プーチン氏は昨年6月27日ベラルーシで記者団に対し「（GDPの6.3%を占める軍事費について）かなり多い。これはインフレによって賄われた。しかし、私たちは現在、このインフレと闘っている。」「我々は来年、再来年、そして今後3年間、国防費を削減する計画を立てている。」と発言。実際IMFは26年のロシアの歳出・財政赤字がGDP比で25年よりも縮小すると予測している。

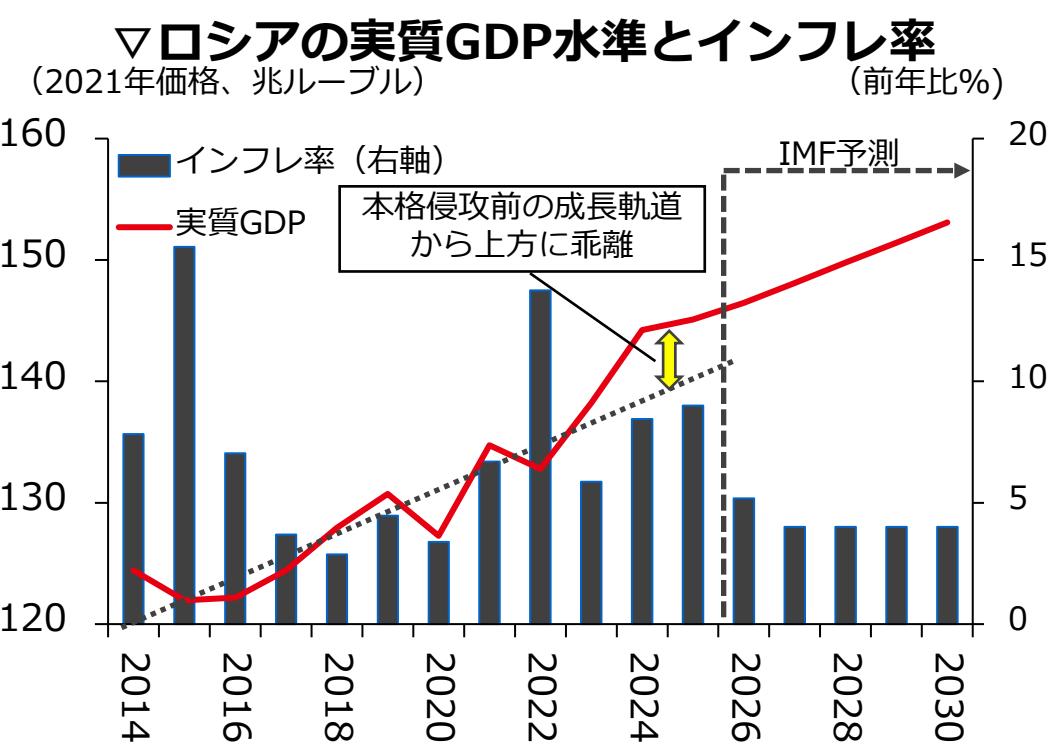
またロシア中央銀行（以下中銀）は人手不足に起因するインフレを抑制すべく24年10月に21.0%まで政策金利を引き上げた。昨年6月以降は利下げ局面に入ったものの未だ政策金利は15.5%と利下げペースは緩慢。中銀は今年からの付加価値税引き上げ（20%→22%）等に伴うインフレ期待上昇を懸念している。中銀のナビウリナ総裁（「Euromoney」誌の2015年年間最優秀セントラルバンカー、22年ウクライナ侵攻開始直後辞表を提出するもプーチン氏が慰留）の発言は景気減速よりもインフレ懸念を示唆。右下図の通りロシアの実質GDP水準は侵攻開始前の成長軌道から大きく上方乖離し、同総裁はこれがインフレ圧力を生んでいるとする。

当局がロシア経済を持続的な潜在成長率\*に戻そうとするこれらの動きが停戦を見込んだものか、あるいは長期戦に備えたものかは不明。ただしロシアでは戦争を続けながら景気を引き締めても国民の反発は限定的。またIMFは昨年10月の見通しで、ロシアの失業率上昇（25年2.4%→26年3.1%）を予測。実現すれば徴兵が容易になる恐れもある。予断を持たず戦争の一層の長期化にも備えたい。

\* IMF等国際機関はロシアの潜在成長率を1%前後と示唆



(出所) IMF "World Economic Outlook Oct. 2025"



(出所) IMF "World Economic Outlook Oct. 2025"

(執筆者プロフィール)

**榎本 裕洋** (Yasuhiro Enomoto)

Enomoto-Y@marubeni.com

研究主幹

研究分野：マクロ経済全般、CIS（特にロシア）地域事情、総合商社論（歴史）

1995年に丸紅入社後、木材建材第二部、業務部を経て、2001年から丸紅経済研究所（2015年から17年 経済同友会出向）。先進国から新興国まで地域横断的にマクロ経済を担当。ロシアをはじめとする旧ソ連地域が注力分野。また「総合商社の研究—その源流、成立、展開（田中 隆之, 2012 東洋経済新報社）」出版にあたって発足した研究会に参加するなど総合商社の歴史についても強い関心を有する。大阪外国語大ロシア語学科卒。

---

## 株式会社丸紅経済研究所

〒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、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・ 本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属するもので、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。