

戦時経済下のロシア：居住者の見方も交えて 侵攻から3年、物価上昇に悩むロシア

2025年 2月 10日

研究主幹

榎本 裕洋

はじめに

- ロシア経済は戦時下にあり、マクロ経済指標（景気・物価・金利など）変動の解釈は平時と異なる。
- 例えば戦時下でのGDP拡大は必ずしも国民の厚生増加を示さない。また特殊要因による経済変動も多く、その持続性は平時とは異なる。
- 戦時下にあるロシア経済を考えるにあたっては、上記の特殊性を考慮する必要がある。

目次

戦時経済下のロシア：居住者の見方も交えて

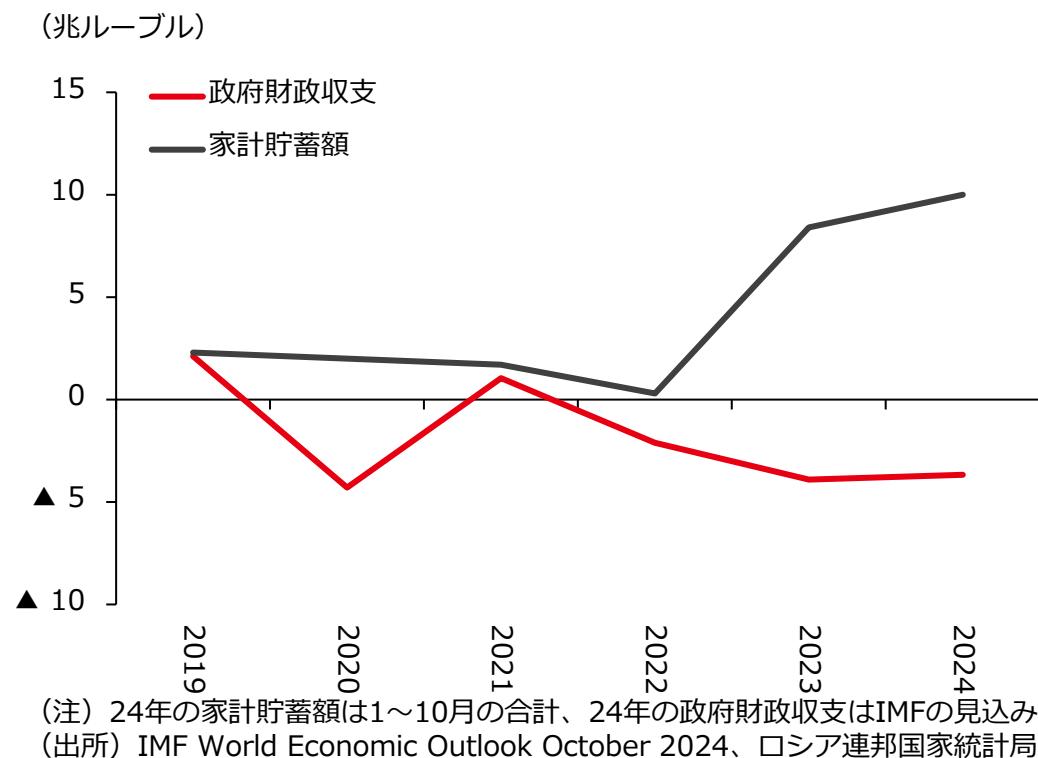
- 1．ロシア経済：3年間を振り返って（p.4）
- 2．ロシア経済の現状（p.5-10）
- 3．ロシア経済の展望（p.11-12）
- 4．ロシア居住者の視点（p.13）

戦時経済に移行したロシア経済

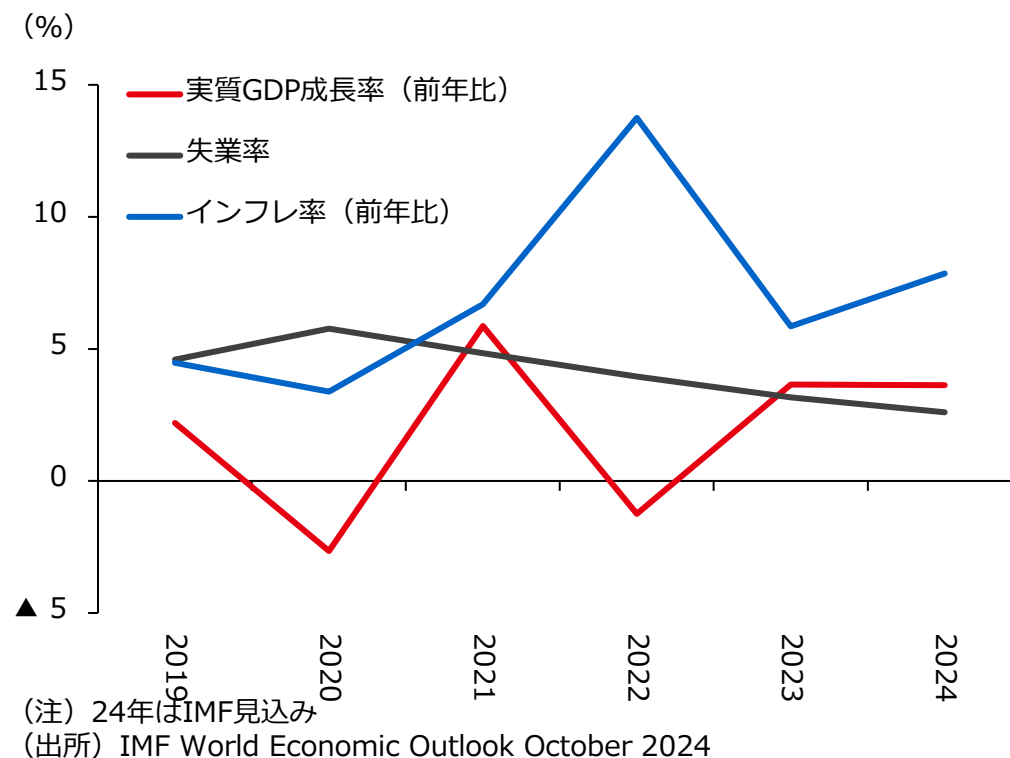
経済全体（部分ではなく）、経済の二面性への目配りが必要

- 23年夏頃から「ロシア政府の財政赤字が拡大、戦争継続困難に」といった旨の予想が増加。しかしロシアは今日も戦闘を継続。予想が外れた原因は、ロシアの戦時経済への移行を見落としたから。政府の財政収支の悪化は確か。だが、戦時経済なので政府は豊富な貯蓄がある家計部門からの借入、企業・家計への増税を通じて資金繰りはできている（部分より全体）。そもそも政府財政赤字が確定することは、財源が確保されていることを意味する（財源が確保されていなければ支出できないため赤字にすらならない）。
- 軍需の寄与もあり現在のロシア経済は高成長・低失業率。一方で高インフレ（経済の二面性）。

▽政府財政収支が赤字化する一方、家計貯蓄額は増加



▽高成長・低失業率・高インフレ、すべてに目配りすべき



ウクライナ・ロシア経済指標（IMF World Economic Outlook 2024年10月）

経済制裁もありロシアの輸出数量が伸び悩む一方、景気過熱で輸入数量が増加している点に注目

		19	20	21	22	23	24(見込)	25(予測)	26(予測)
実質GDP成長率（前年比%）	ウクライナ	3.2	▲ 3.8	3.4	▲ 28.8	5.3	3.0	2.5	5.3
	ロシア	2.2	▲ 2.7	5.9	▲ 1.2	3.6	3.6	1.3	1.2
名目GDP（億ドル）	ウクライナ	1541.4	1565.8	1998.7	1608.7	1783.4	1841.0	1898.3	2074.0
	ロシア	16957.2	14881.2	18431.3	22699.0	20099.6	21843.2	21957.1	22492.7
一人当たり名目GDP（ドル）	ウクライナ	3,693	3,780	4,875	4,662	5,241	5,505	5,759	6,067
	ロシア	11,465	10,075	12,520	15,472	13,739	14,953	15,077	15,495
消費者物価上昇率（前年比%）	ウクライナ	7.9	2.7	9.4	20.2	12.9	5.8	9.0	7.7
	ロシア	4.5	3.4	6.7	13.8	5.9	7.9	5.9	4.0
財・サービス輸出数量(19=100)	ウクライナ	100	111	150	85	72	83	88	100
	ロシア	100	96	96	88	76	80	84	89
財・サービス輸入数量(19=100)	ウクライナ	100	97	113	86	104	119	127	139
	ロシア	100	88	103	89	103	104	106	110
人口（万人）	ウクライナ	4,173	4,142	4,100	3,451	3,403	3,344	3,296	3,418
	ロシア	14,790	14,771	14,722	14,671	14,630	14,608	14,563	14,516
政府財政収支（GDP比%）	ウクライナ	▲ 2.1	▲ 5.9	▲ 4.0	▲ 15.6	▲ 19.6	▲ 18.7	▲ 19.2	▲ 9.5
	ロシア	1.9	▲ 4.0	0.8	▲ 1.4	▲ 2.3	▲ 1.9	▲ 0.5	▲ 0.6
政府債務残高（GDP比%）	ウクライナ	51	61	49	78	82	96	107	108
	ロシア	14	19	16	19	20	20	20	21
経常収支（GDP比%）	ウクライナ	▲ 2.7	3.3	▲ 1.9	5.0	▲ 5.4	▲ 8.1	▲ 14.3	▲ 10.5
	ロシア	3.9	2.4	6.8	10.5	2.5	2.7	2.6	2.5

（注）本資料はロシア政府および中央銀行の統計に基づいていますが、これらの信頼性については議論の余地があります。読者はこの点に留意してご覧ください。

戦時経済の一側面：迂回輸入と輸入代替が増加。実質賃金も安定。

「モノ」はある

- ・ 経済制裁導入直後は輸入品が不足したが、知らぬ間に第三国からの輸入が穴埋めし、現在は特に不足はない。iPhone16Proも普通に購入可能（真ん中の写真参照。右写真のコカ・コーラはベラルーシ製）。
- ・ 外国メーカーが抜けた穴をロシア企業が代替。一方、撤退を装うが実際は撤退していない外国メーカーも存在。
- ・ 物価は上がったが、低失業率と（物価上昇率を超える）名目賃金増加で実質賃金は安定。市民に悲壮感はみえず。

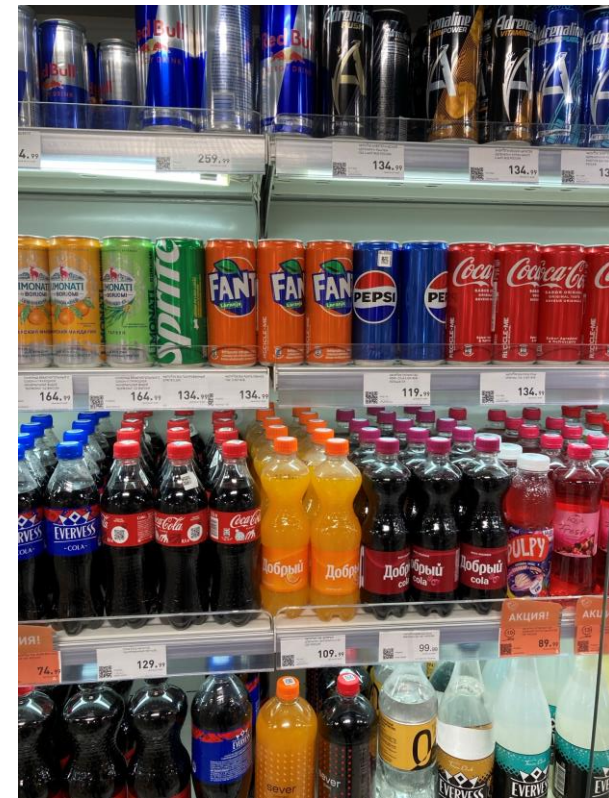
▽週末のショッピングモール



▽iPhone16Proを販売するデジタルショップ



▽充実するドリンクコーナー



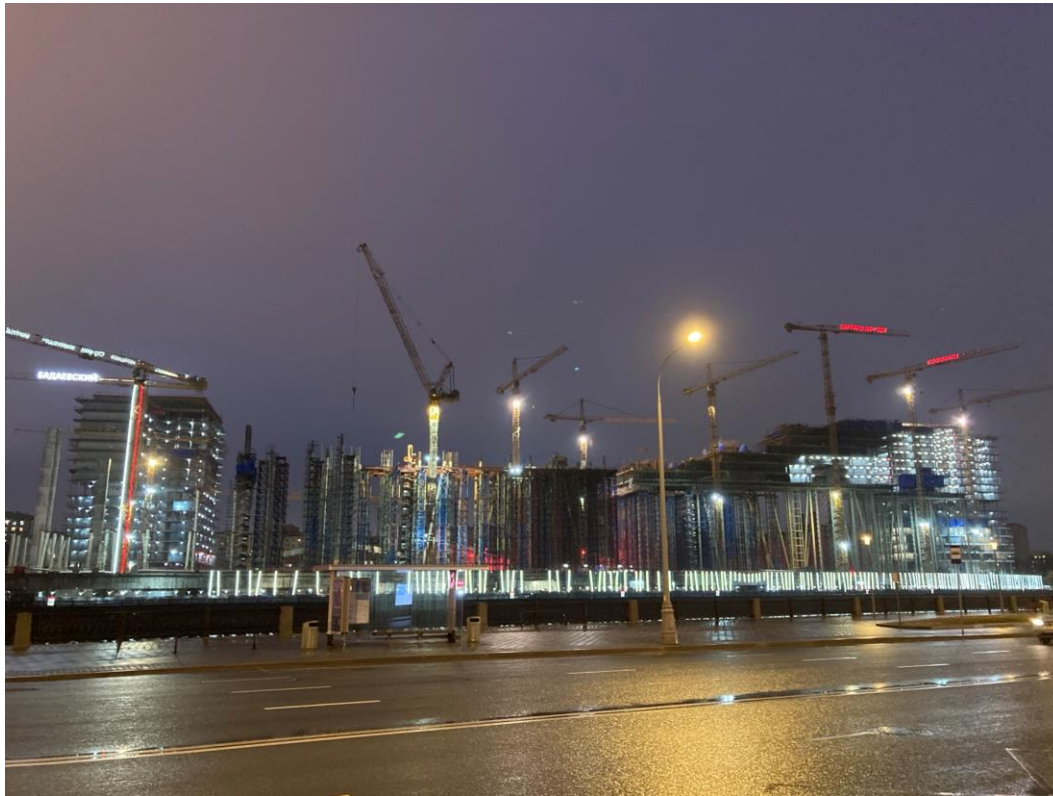
（注）本資料はロシア政府および中央銀行の統計に基づいていますが、これらの信頼性については議論の余地があります。読者はこの点に留意してご覧ください。

戦時経済のもう一つの側面：景気過熱と西側製サービス不足

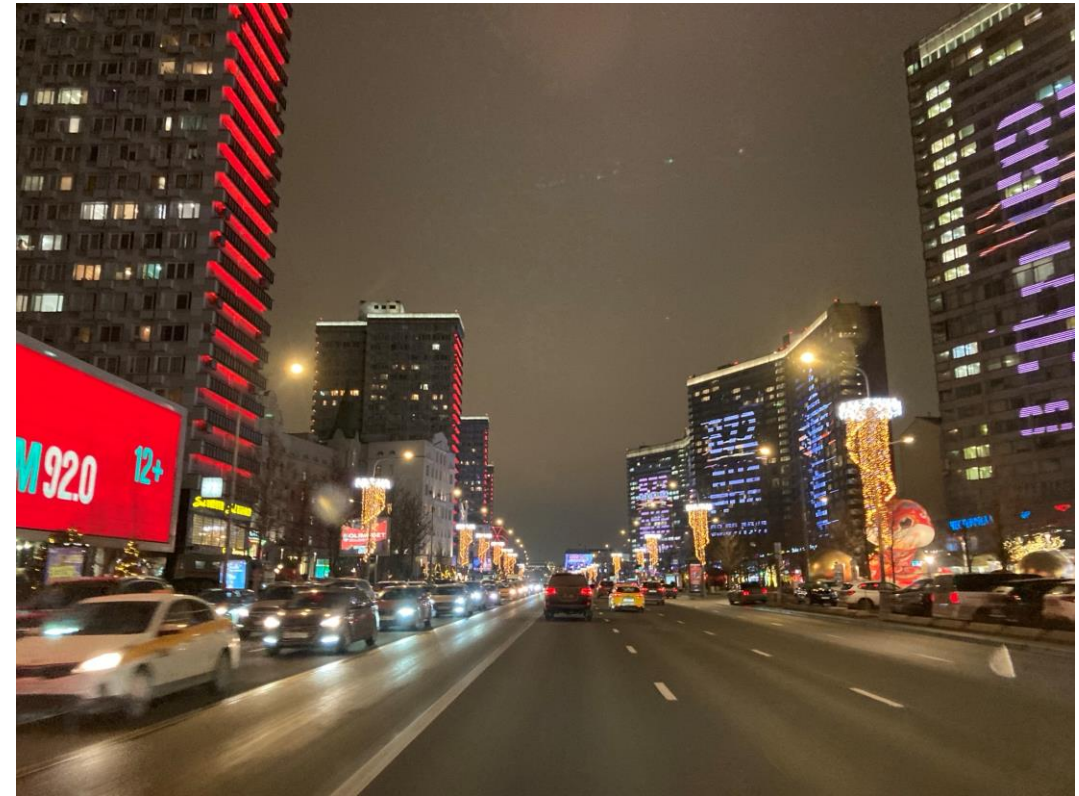
「サービス」は不足

- 元来ロシアは資本輸出国（経常黒字国）。その資本が戦時経済下では外国に出て行きにくいいため、国内投資（建設ラッシュ）などに向かい景気が過熱。消費者物価上昇率は24年も前年比10%近くまで上昇。特に外国製品のインフレ率が高い。人手不足も深刻。
- 高すぎる金利。頭金や前金を打つ商売や掛け売りでの商売が困難に。市民も車や住居購入が困難に。一部で高金利の為に借入が出来ず、資金ショートして建設が止まるケースも。
- YouTubeなど国外プラットフォームへのアクセスが困難に。欧米旅行もビザ取得困難。代わりにロシア国内・日本含むアジア旅行急増。

▽建設中の巨大アパート



▽モスクワ：ノーヴィー・アルバート通り



（注）本資料はロシア政府および中央銀行の統計に基づいていますが、これらの信頼性については議論の余地があります。読者はこの点に留意してご覧ください。

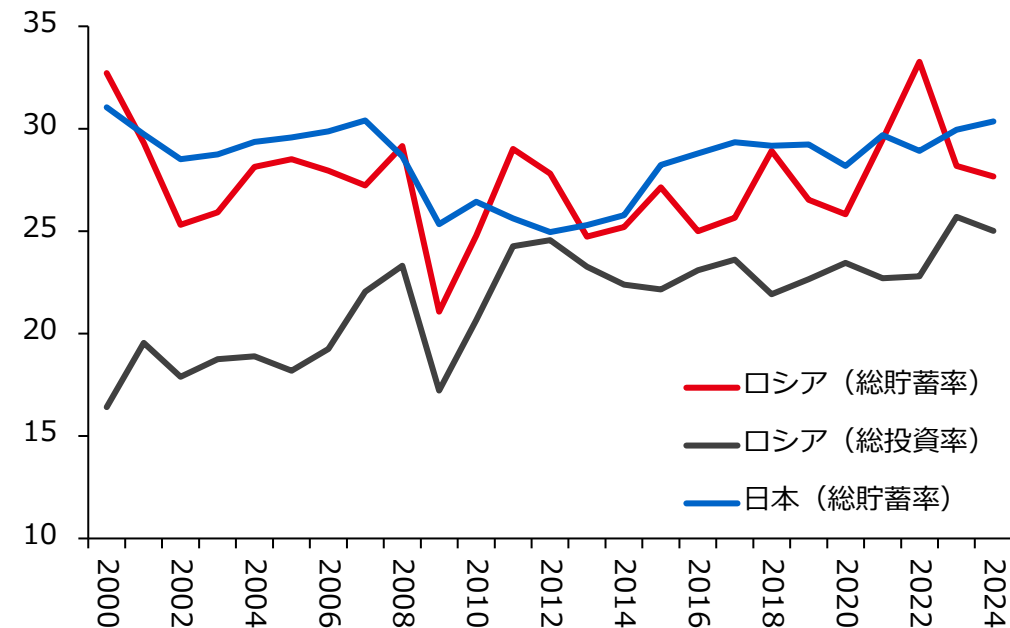
比較的高い総貯蓄率、ルーブルの相対的安定が経済を下支え

「経常黒字 ⇒ ルーブル・金利・物価も比較的安定」の構図

- 総貯蓄とは政府財政収支と民間（企業・家計）貯蓄の合計（ストックではなくフローの概念）。ロシアの総貯蓄は比較的安定しており、資金需要（総投資）を超過。「総貯蓄 - 総投資 = 経常収支」なので、経常黒字に。
- 従来は危機時に上昇した「広義マネーサプライ（M2+外貨建預金他）に占める外貨建預金比率」は最近では低下傾向。主因は西側経済制裁やロシア政府・中銀による各種資本規制。一方で「外貨両替のための行列」「闇レートでの両替」「モノによる価値保蔵」などは目立たず、制裁や政策が極端に為替市場を歪めているようにも見えず。結果ルーブル暴落は生じず、戦時経済の安定運営に寄与。

▽ロシアの総貯蓄率は日本並みで、安定的に貯蓄超過

(GDP比、%)

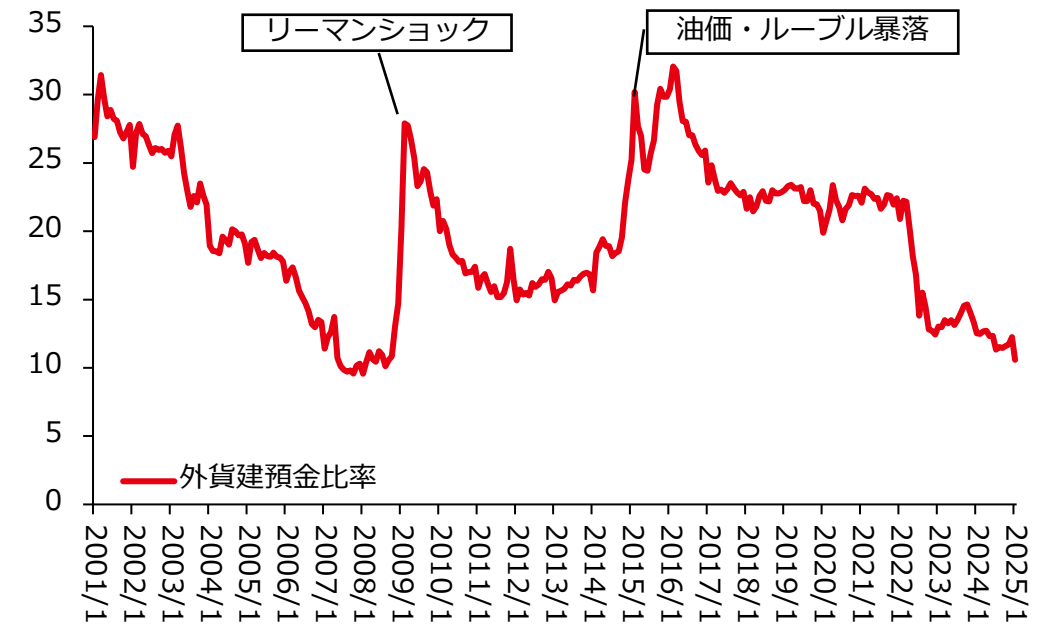


(注) 24年はIMF見込み

(出所) IMF World Economic Outlook October 2024

▽広義マネーサプライに占める外貨建預金比率は低下傾向

(%)



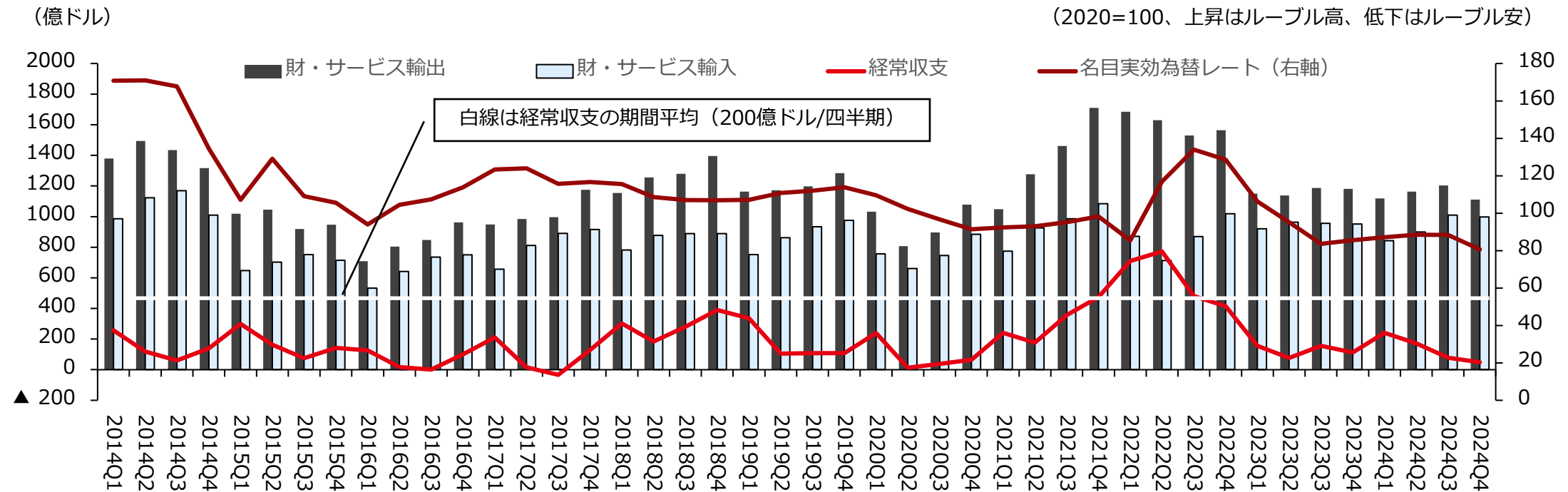
(出所) ロシア中央銀行

経済制裁下ゆえ、モノ・サービス・カネの対外取引を俯瞰できる国際収支統計が重要

足元の経常収支は侵攻開始以降で最低水準。国内資金ひっ迫を示唆。

- 現在のロシア経済を観察するにあたり、モノ・サービス・カネの対外取引を俯瞰できる国際収支統計が重要。特に「財・サービス輸出 - 財・サービス輸入 ≡ 経常収支（ロシアの場合）」と「経常収支 ≡ 総貯蓄 - 総投資（経常黒字は国内資金余剰を示す）」が重要。
- ウクライナ侵攻後はルーブルの金融取引が激減したためか、貿易実需（≡経常収支）とルーブル相場との相関性が上昇（ロシア中銀の政策金利変更にもルーブル相場はほぼ反応せず）。24年後半は景気過熱のため財・サービス輸入が増えた結果、経常収支が縮小し、ルーブル安基調となっている模様。足元の経常収支はウクライナ侵攻以降では最小で、上記定義から国内資金もひっ迫している模様。

▽ロシアの輸出・輸入・経常収支・為替レート



(出所) ロシア中央銀行、国際決済銀行 (BIS)

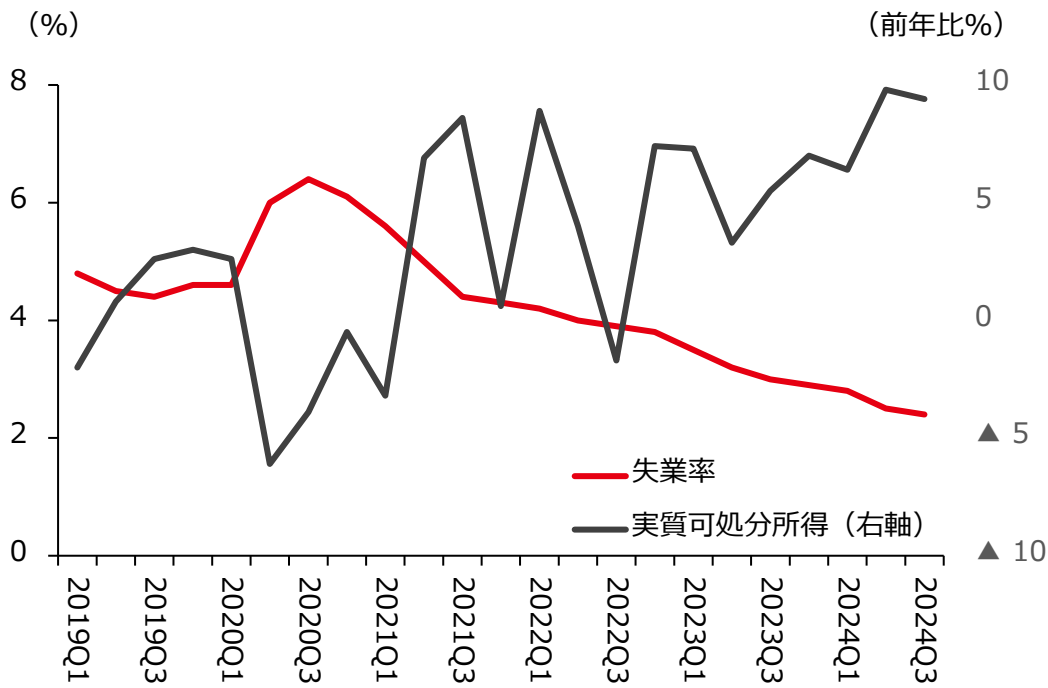
(注) 本資料はロシア政府および中央銀行の統計に基づいていますが、これらの信頼性については議論の余地があります。読者はこの点に留意してご覧ください。

戦時経済での深刻な人手不足。求人倍率はコロナ禍前の1倍台から5倍台に。

インフレの根本原因

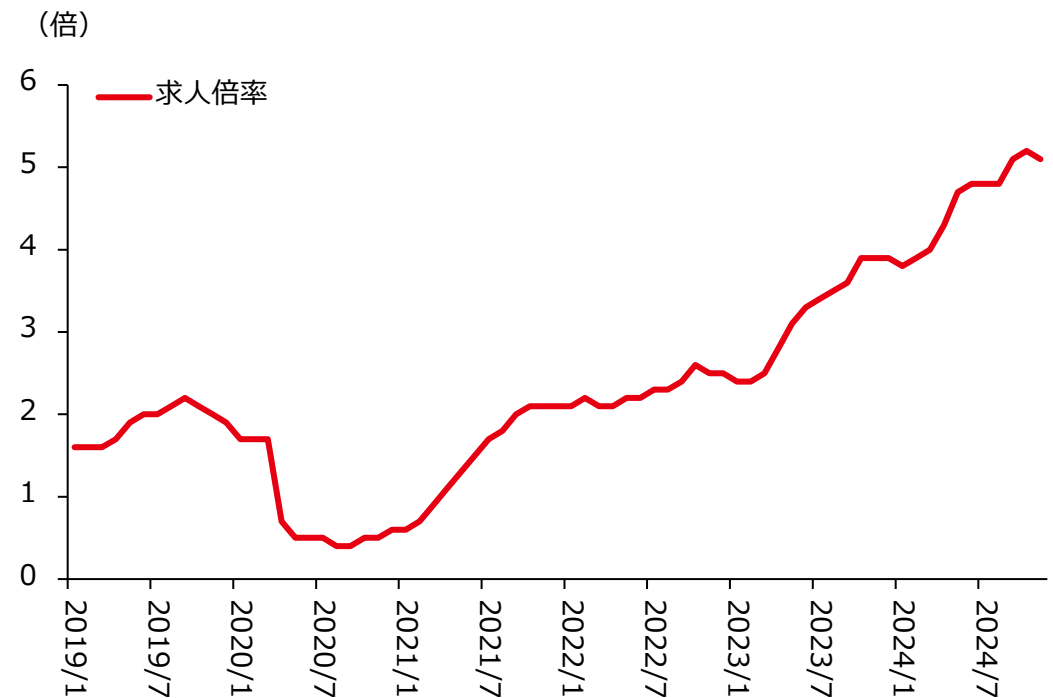
- ウクライナ侵攻で、軍需を中心に需要が急増。それに対応すべく供給を増やした結果、もともと低かった失業率は更に低下し史上最低水準を更新し続ける異常事態に。
- 徴兵もあり深刻な人手不足をより端的に示す求人倍率。コロナ禍前の15～19年平均は1.5倍だったが、足元では5倍台に。
- ロシア政府にとってウクライナ侵攻が最優先。よって人手不足の弊害は民需により重くのしかかり、市民生活により深いダメージ。

▽失業率は2%台に、実質所得も増加



(出所) ロシア連邦国家統計局

▽求人倍率（登録求人数÷登録求職者数）



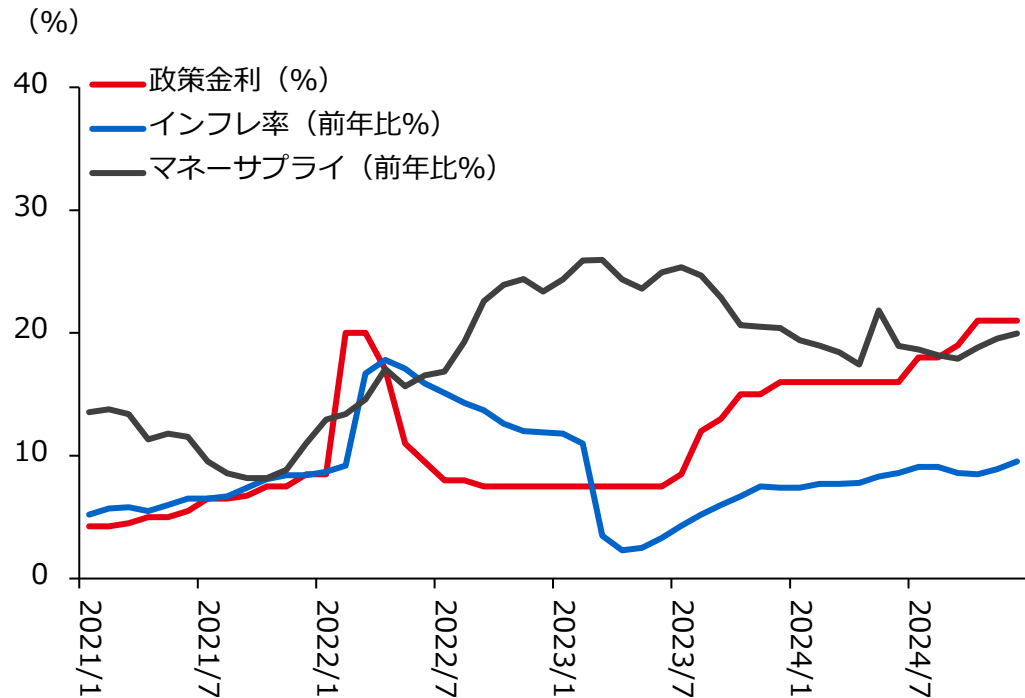
(出所) ロシア連邦国家統計局

戦時経済の景気過熱を抑える難しさ

インフレ潰しには利上げしかないが、プーチン氏も及び腰

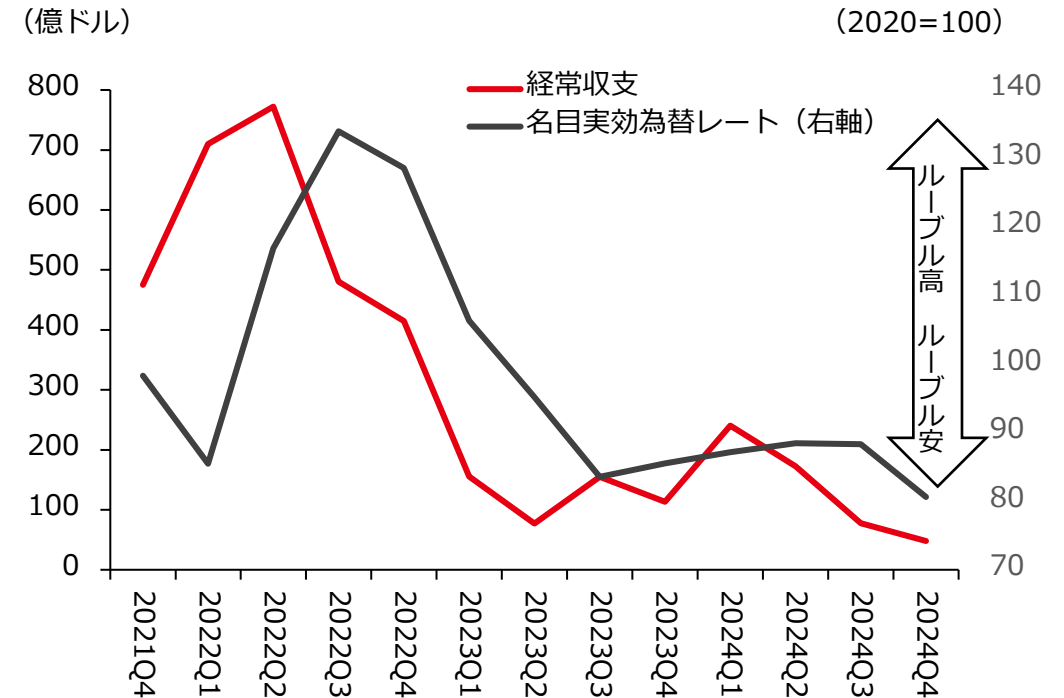
- ロシア経済は過熱（高成長・高インフレ・人手不足）が明らか。よってロシア中銀は金利を引き上げ、マネーサプライの伸びを抑え、インフレ抑制を目指している。その結果景気も減速することで、輸入を減らし、経常収支増加によってルーブル安定も目指す。
- しかし現在のロシアにとってはウクライナ侵攻が最優先。よってロシア中銀による景気引き締めへの負担は主に民需が被ることになる。これを見越したプーチン氏は過激な景気引き締めに及び腰で、ロシア中銀の独立性を無視し「バランスのとれた政策」を公に要求。結果、24年12月の会合でロシア中銀は市場予想に反して金利を据え置き。いまだインフレが収まる気配は見えず。

▽インフレ・マネーサプライ抑制のため利上げ



(出所) ロシア連邦国家統計局、国際決済銀行 (BIS)、ロシア中央銀行

▽侵攻後はルーブル相場と経常収支の相関性が上昇



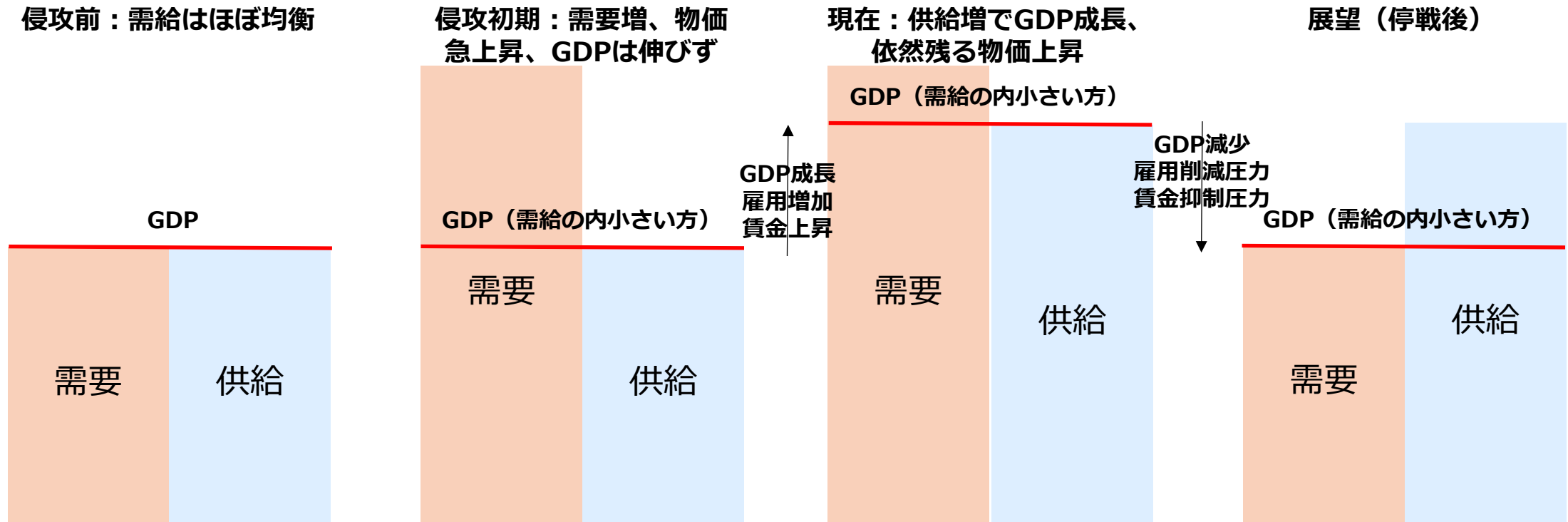
(出所) ロシア中央銀行、国際決済銀行 (BIS)

停戦すれば需要下支え・軍民転換や雇用削減・軍需利権整理といった難題が待ち構える

ロシアは侵攻で多くを失い、譲歩や停戦も容易ではない。戦時経済から平時の経済への転換の難しさ。

- ・ 侵攻前からのロシア経済の概念図は以下の通り。ポイントは「ショートサイド原則」つまり潜在需要と潜在供給のうち「小さい方」がGDP水準を決めるというもの。最近の高成長や失業率低下は主に供給側（生産側）の成長によるものと考えられる。
- ・ 全体を通じて言えることは需要の変化より遅い供給の対応。停戦すれば軍需剥落により需要は急減するとみられるが、供給体制は急には変えられない。ロシア政府・中銀は政策（財政出動や利下げ）により需要下支えを行いつつ、供給側のヒト・カネの配置転換（軍需から民需へ、雇用削減）や軍需利権の整理を行わねばならない。そもそも侵攻でロシアが失ったものは多く、譲歩を伴う停戦は困難。

▽ウクライナ侵攻過程でのロシアGDPの推移に関する概念図（正確な統計に基づくものではない）



モスクワ居住者の視点：戦争は遠くの話。まだ我慢できる。

制裁解除は期待せず

- ・モスクワでもテロやドローン攻撃はあるが、政治に対する無関心に加え、徴兵・動員が目立たないのでウクライナ侵攻はどこか遠くの話と感じている。しかしロシア人の多くはウクライナと繋がり（血縁・地縁等）があり、ほとんどのロシア人は早く戦争が終わって欲しいと考えている。
- ・しかし米トランプ大統領にはさほど期待せず。劇的な変化や制裁解除も期待せず(そうなって欲しいとは思いますが期待はせず)。
- ・今の暮らしで永遠に我慢できると思わないが、まだまだ持続可能。自国が戦争に負けるはずがないと思っているロシア人は多い。

▽モスクワ・赤の広場近くで旧正月を祝う人々



(注) 本資料はロシア政府および中央銀行の統計に基づいていますが、これらの信頼性については議論の余地があります。読者はこの点に留意してください。



株式会社丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町 1 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。