

M A R
K E T
E Y E

マーケットレポート

情報提供資料
2022年2月21日

ウクライナ危機に際して：ロシア経済の分析

ロシア経済は制裁に対し一定のバッファー 長期戦は厳しい

- ロシア経済の現状：エネルギー高が下支えも、コロナやインフレなど下振れリスクが蓄積
- 財政余地：制裁による税収減には一定の耐性、長期化の場合は財政悪化加速のリスク
- 金融制裁への備え：脱ドルが進むものの、決済ネットワーク締め出しなど厳しい措置なら困難に

1. ロシア経済の現状：エネルギー価格高騰を背景に高めの成長が続くものの、下振れリスクも

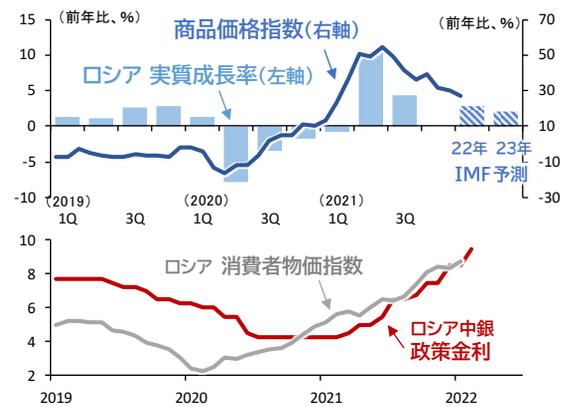
ロシア/ウクライナ情勢の緊迫が続いています。米欧はロシアがウクライナを侵攻した場合、極めて厳しい制裁を課すと警告しています。ロシア政府は対話継続の姿勢を示しているものの、ロシア軍はなおウクライナ周辺に展開しており緊張が続いています。本稿では、米欧その他関係国が制裁に踏み込む場合、ロシア経済に与える影響について分析します。

足元のロシア景気は、2020年の景気悪化局面からの反発が一巡する一方、資源高を支えに高めの成長が続いています。IMF*は2022年のロシアの成長率を+2.8%、2023年を+2.1%と予測しています(2021年は+4.5%)。

下振れリスクには新型コロナが残ります。国産ワクチンの接種が進むものの、感染を抑制できず昨年後半に一部地域で再ロックダウンに踏み切りました。足元でも新規感染者数が20万人/日と高止まりしています。加えて、インフレと金融引き締めなどの悪影響も懸念されます。同国中銀はインフレ高進を受け、8会合連続で利上げを実施しています。通貨安懸念が残る中、更なる引き締めが必要と見られ、インフレや金利高が需要を抑制する可能性があります。

ロシア経済の基盤は原油・天然ガス等のエネルギー資源です。2020年の原油生産シェアは12%*と、米国、サウジアラビアに次いで世界3位、天然ガスは米国に次いで同2位の生産規模です。財輸出に占める化石燃料の比率は2021年平均で51%に達する等、経済を左右する重要産業になっています。

図表1. ロシア経済の概要



【出所】Haver analytics, IMFの公表データに基づき、りそなアセットマネジメント作成

2. 米欧制裁実施でも一定程度のバッファーあり 長期化で資源価格高騰が続く展開には注意

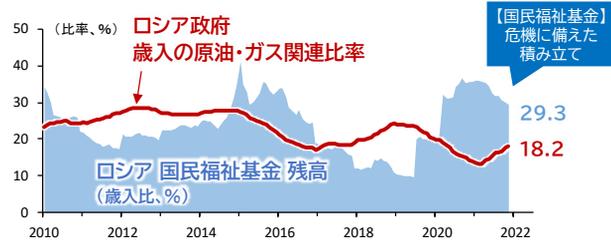
【検討されている制裁措置】ロシアがウクライナに侵攻した場合、米欧政府は追加制裁を課す方針です。現在米国で協議されている案には、①同国エネルギー部門への禁輸措置(掘削設備や半導体等の部品など)や、②国際決済ネットワーク(SWIFT)*からの締め出しが含まれます。ただ、世界有数のエネルギー大国であるロシアを市場から締め出すことは、原油・天然ガスなどの高騰を通じて、世界経済にも大きな打撃を与えるリスクが伴います。

【財政への影響】ロシア政府は収入の多くをエネルギー関連産業に頼っています。昨年11月時点でエネルギー関連収入(輸出税や採掘税等)の比率は2割に達しており(図表2)、制裁実施なら打撃となります。ただ、すぐに危機に陥る可能性は限定的と見られます。ロシア政府は財政悪化に備え、歳入上振れ分を基金として積み立てており、足元で年間歳入額の3割程度が蓄積されています。

【金融制裁】ロシア政府は米国の金融制裁リスクを念頭に、ドル依存脱却を進めてきました。足元では輸出のドル決済比率を54%まで低下させています(図表3)。とはいえ、ドル・ユーロが依然として決済のほとんどを占めているうえ、②SWIFT締め出しのように、国際決済の枠組みそのものから排除された場合、通貨に関わらず海外との通商が困難となります。ロシア中銀はSWIFTの代替として、独自の決済ネットワーク*を整備していますが、2020年時点で国内の利用率は2割程度、国外の加盟団体も33団体のみと、世界全体をカバーするSWIFTと比べ小規模にとどまります。

近年の資源価格の高騰を背景に、2021年のロシアの経常収支はGDP比+5.7%、財政収支は同▲1.0%(9月時点)と比較的良好な状態にあり、制裁を受けた場合でも直ちに経済が立ち行かなくなる可能性は低いと考えられます。2014年のクリミア併合の際も、原油価格は100ドルを超える高値圏で推移していました(年末には40ドル台まで急落)。緊張が長期化し、資源価格の高騰が続くことは、ロシアを利する点に留意する必要があります。

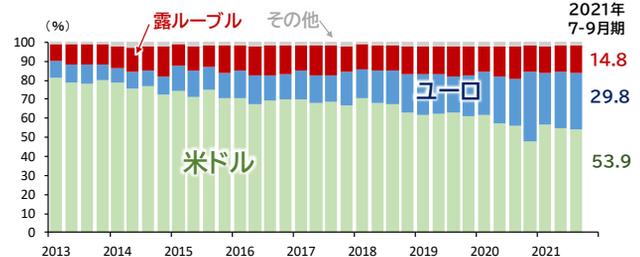
図表2. ロシア 国民福祉基金残高、石油・ガス関連歳入



*歳入は過去12カ月の移動合計。

【出所】Haver analyticsの公表データに基づき、りそなアセットマネジメント作成

図表3. ロシア 輸出における決済通貨の比率



【出所】ロシア中銀の公表データに基づき、りそなアセットマネジメント作成

*本文、図中の*については、最終ページの<用語説明>をご覧ください。

*当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご注意事項>を必ずご覧ください。

〈用語説明〉

*IMF … 国際通貨基金(International Monetary Fund)。国際通貨制度の安定化を担う国連の機関で、日本を含む190カ国が加盟している。

*2020年の原油生産シェア … 経済産業省資料(第40回 総合資源エネルギー調査会 電力・ガス事業分科会 電力・ガス基本政策小委員会資料)より。OPECが主導する原油協調減産に参加する主要な産油国におけるシェア。

*国際決済ネットワーク(SWIFT) … 国際銀行間通信協会(Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication、通称SWIFT)が提供する、銀行間の国際金融取引に関するメッセージを伝送するネットワークを指す。

*ロシア中銀の独自の決済ネットワーク … 金融メッセージ転送システム(Financial messaging system of the Bank of Russia)。ロシア中銀発表の昨年の公表資料(National Payment System Development Strategy for 2021-2023)によると、2020年の国内利用率は20.6%、海外の参加団体はドイツ、スイス、アルメニア、ベラルーシ、アルメニア、カザフスタン、キューバ、モルドバ、キルギス、タジキスタン国籍の33団体。

〈当資料に関するご留意事項〉

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。