

2023年6月1日

## 経済レポート

# 対外債務がデフォルトした後のロシアの財政状況

## ～戦争の継続で厳しさを増すロシア財政

調査部 副主任研究員 土田 陽介

- 2022年6月27日、同年5月27日に利払いの期限を迎えた2本の外貨建てロシア国債の猶予期間が失効したことを受けて、ロシア政府はロシア革命(1918年)以来となる対外債務の不履行(デフォルト)に陥った。他方で、対内債務は支払いが続き、デフォルトしていないため、ロシア政府は対外債務のデフォルト後も、国内向け国債を発行することができる。
- 2022年第4四半期以降、ロシア政府による国債の発行が急増している。最大の理由は、財政赤字が膨らんだことにあると考えられる。歳入面では、特にロシアの連邦歳入の4割を占める「石油・ガス収入」(石油・ガス関連の企業に対する課税収入)が不調に陥ったことが、財政悪化の主因となっている。歳出面では、ウクライナとの戦争の長期化に伴って軍事費が急増しており、これが財政を悪化させていると推察される。
- 財政を健全化するためには、歳出を削減するか、歳入を増やすか、あるいはその両方が必要となる。とはいえ、ウクライナとの戦争を抱える現状のロシアに歳出の削減は困難である。他方で歳入の増加を図るにしても、増税のハードルは高い。また「石油・ガス収入」も、資源価格に左右されるため不確実である。そうなると、財政を維持するために残された手段は、国債を増発するという手段になる。
- ロシア政府が国債を増発したとして、その主な引き受け手はロシア中銀にならざるを得ないのではないか。流通市場での購入が限界となると、発行市場でロシア中銀はロシア国債を購入することになる。いわゆる「財政ファイナンス」が行われるわけだが、これは本来なら通貨面からインフレ圧力を高める禁じ手である。
- 2010年代に入り、ロシア経済は成長が停滞したが、ウクライナとの戦争を受けて、2020年代のロシア経済はその停滞が一段と深刻化すると危惧される。足元で国債発行が増加したことは、ロシア経済がそうした道を着実に突き進んでいることの証左といえるだろう。

## 1. 対外デフォルト後も対内債務を増やすロシア政府

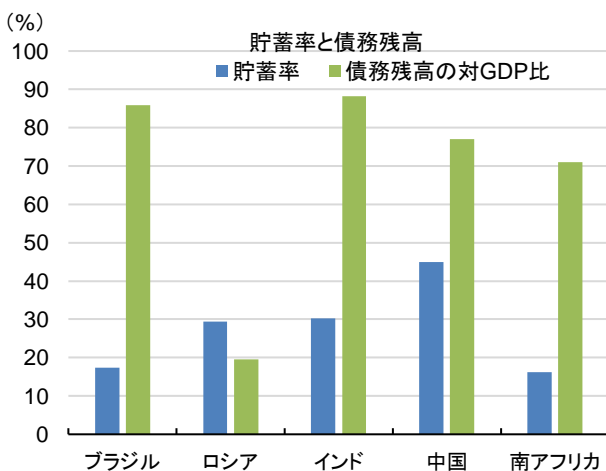
2022年6月27日、同年5月27日に利払いの期限を迎えた2本の外貨建てロシア国債の猶予期間が失効したことを受けて、ロシア政府はロシア革命(1918年)以来となる対外債務の不履行(デフォルト)に陥った。このデフォルトから1年が経過したが、ロシア政府は国債の発行を続けている。

対外債務のデフォルトは、欧米による経済・金融制裁を受けて生じた。つまりロシア政府は、対外債務の支払いの意向を示しており、実際にその能力も有していた。一方で、欧米による制裁を受けて、ユーロクリアがロシア国債の利払いの取り扱いを拒否したため、ロシア政府による支払いが投資家に届かず、ロシアの米ドル建て・ユーロ建ての対外債務はデフォルトに至ったのである。他方で、対内債務は支払いが続き、デフォルトしていないため、ロシア政府は対外債務のデフォルト後も、国内向け国債を発行することができている。

そもそもロシア政府は、ロシア財政危機(1998年)以降、均衡財政を重視し、国債の発行には慎重だった。またロシア政府は、経済安全保障上の理由から国内の貯蓄不足を海外貯蓄(外国人投資家によるロシア国債購入)で賄うことにも慎重だったため、他の有力新興国に比べて政府の債務残高の規模が小さかった(図表1)。ウクライナ侵攻直後もロシア政府は、国債の発行を控えたため、対内債務(public domestic debt, vnutrenniy dolg)は膨張しなかった(図表2)。

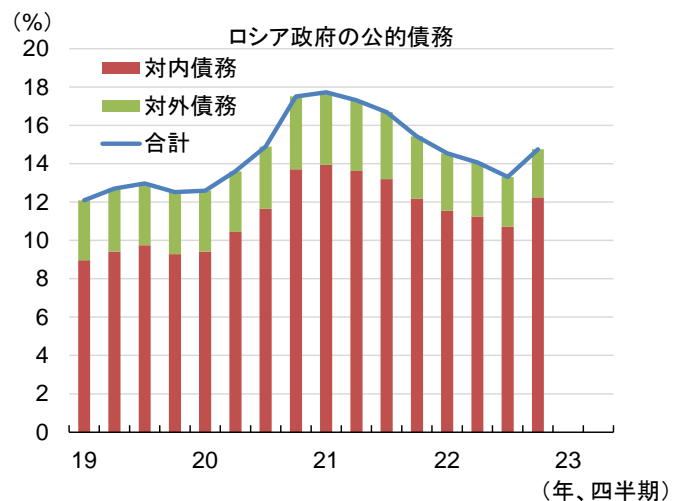
一方、コロナ危機後の急速な需要の回復と、欧米による経済・金融制裁に伴う物価高を受けて、ロシアの名目GDP(国内総生産)が増加した。そのためロシア政府の対内債務の対GDP比は、この間に14%から10%台まで低下した。しかし2022年第4四半期以降、ロシア政府による国債の発行が急増している。こうした財政悪化の背景を整理・分析することが、本レポートの課題である。

図表1. BRICS 間の貯蓄率と債務残高の比較



(注) 貯蓄率は2021年、債務残高の対GDP比率は2022年  
(出所) 世界銀行、国際通貨基金(IMF)

図表2. 足元で急増するロシア政府の対内債務



(注) 対外債務の圧倒的部分は米ドル建てだが、これが米国による制裁でデフォルトしたことになる。  
(出所) ロシア財務省

## 2. 歳入減と歳出増の両面から悪化するロシア財政

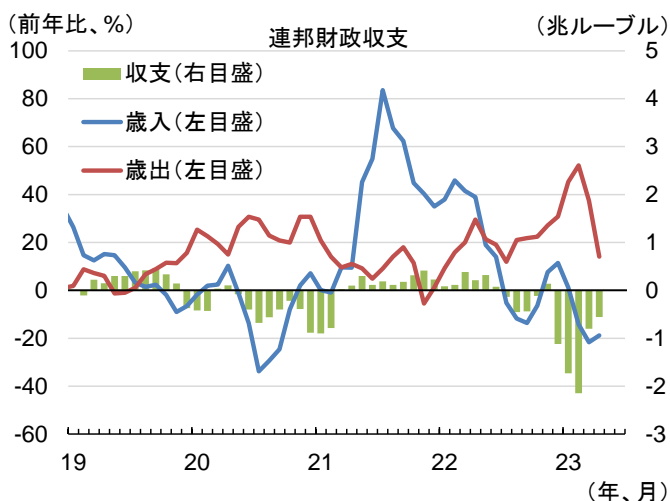
ロシア政府が国内向けに国債を発行して債務を増やしている最大の理由は、財政赤字が膨らんだことにあると考えられる。ロシアの連邦財政収支(3ヶ月後方移動平均値)は、2022年前半まで黒字だったが、後半には赤字となり、2023年2月には2兆ルーブル超まで赤字が拡大した(図表3)。

ロシアの財政は、歳入減と歳出増の両面から悪化している。歳入面では、特にロシアの連邦歳入の4割前後を占める「石油・ガス収入」(石油・ガス関連の企業に対する課税収入)が不調に陥ったことが、財政悪化の主因となっている(図表4)。2021年から2022年前半にかけて、ロシアの連邦歳入は好調だった。特に2022年前半の好調を支えたのは、ウクライナ侵攻に伴う原油や天然ガスの価格急騰を受けて急増した「石油・ガス収入」だった。

しかし「石油・ガス収入」は、2022年後半になると前年割れに転じ、2023年に入ると減少に拍車がかかった。2023年4月の連邦歳入(3ヶ月後方移動平均値)は前年比18.8%減となったが、そのうち「石油・ガス収入」の寄与度は▲26.3%ポイントにも上った。2022年後半以降に「石油・ガス収入」が減少した理由としては、①2022年前半に急騰した原油・天然ガスの価格が落ち着いたことに加えて、②ロシア産化石燃料の主要な需要家であった欧州連合(EU)がその利用削減を進めたことが指摘できる。

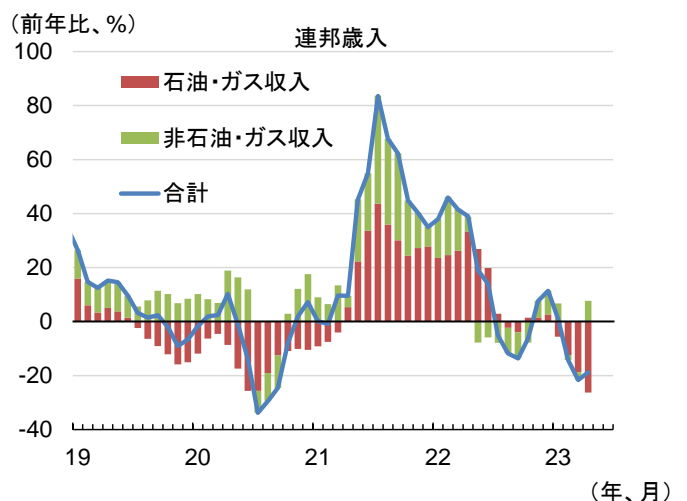
①の点に関しては、世界経済の成長の減速に伴う燃料需要の低迷に加えて、欧米による資源価格制裁の影響を受けていると考えられる。いわゆるG7とオーストラリアは、2022年12月、バレル当たり60米ドルを超えるロシア産原油に対し、海上輸送の保険の対象外とすることで合意に達した。

図表3. 2022年末から顕著に悪化した財政



(注)3ヶ月後方移動平均  
(出所)ロシア財務省

図表4. 2022年後半から急減した連邦政府の歳入



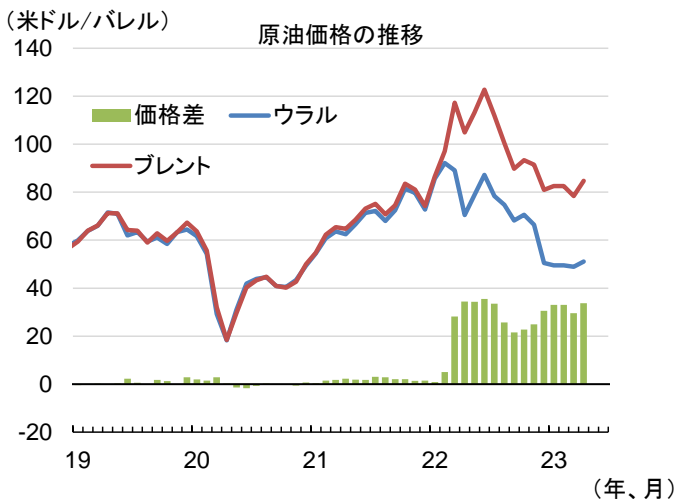
(注)3ヶ月後方移動平均  
(出所)ロシア財務省

この決定を受けて、代表的なロシア産原油の価格指標であるウラル原油価格は、国際指標であるブレント原油価格よりも低水準での推移を余儀なくされている(図表5)。ウクライナ侵攻以降のロシアは、原油や天然ガスの輸出先をヨーロッパから中国やインドといった新興国に振り替えているが、その際に適用される原油価格はウラル原油価格よりも高い模様である(土田, 2023a)。しかし世界経済の成長鈍化で国際原油市況自体が低迷していることや、欧米の海上保険が使えず輸送コストが増えたことなどから、ロシアが得られる利幅は縮小したと考えられる。

他方で歳出面だと、ウクライナとの戦争の長期化に伴って軍事費が急増しており、これが財政を悪化させていると推察される。本稿執筆時点で、日本からアクセスしたロシア財務省のホームページより確認できる月次の財政統計は、歳入に関しては内訳(科目)が公表されているが、歳出に関しては2021年12月までしか公表されていない。そのため歳出の増加分のうち、ウクライナとの戦争の長期化で急増した軍事費がどの程度に達するか定量的に把握することはできない<sup>1</sup>。

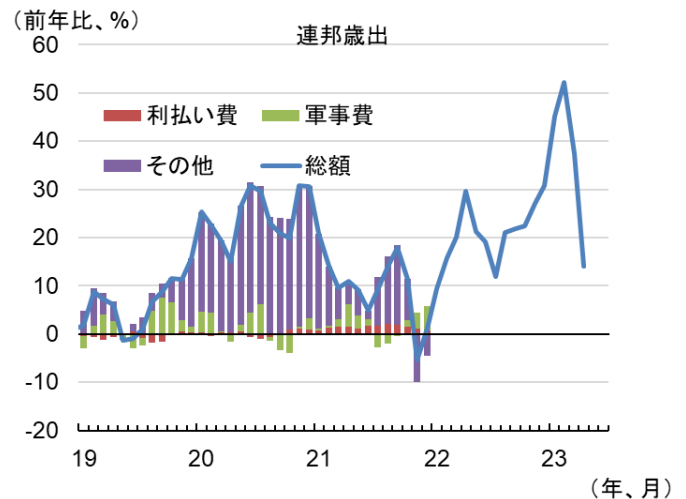
また軍事費のみならず、ロシア政府がバラマキ策や企業支援策を強化したことも、歳出の増加につながっている模様である。例えばロシア政府は、インフレ対策として、2022年6月に年金支給額を、翌7月に最低賃金をそれぞれ1割ずつ引き上げた。そのほかにも、経済・金融制裁を受けて業績が悪化した企業に対して、ロシア政府は資金援助を行っている。このように、軍事費以外の支出も膨らんだことも、ロシア財政を圧迫している模様である。

図表5. ロシア産原油価格の価格は軟調



(出所)ロシア財務省、米エネルギー情報局

図表6. 連邦政府の歳出は急増



(注)3ヶ月後方移動平均

(出所)ロシア財務省

<sup>1</sup> 情報ベンダーであるCEICでは、2022年1月から11月までの間の月次の歳出データの内訳を確認することができる。しかし、本来、歳出は支出であるためマイナスが計上されることはないにもかかわらず、4月の「国防、法と秩序」(軍事費に相当)に▲1億2,319億ルーブルが計上されているなど、不可解な点が目立つ。

### 3. 予備費である国民福祉基金も減少

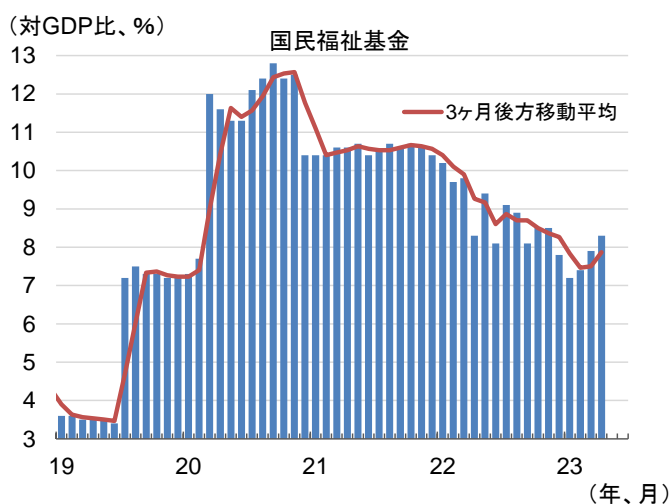
財政の直接的な悪化に加えて、ロシア政府が資源高の局面で上振れした税収を積み上げた予備費である国民福祉基金(NWF)<sup>2</sup>が減少したことも、国債の増発圧力になっていると考えられる。

国民福祉基金の規模(図表7)は、ウクライナ侵攻前の2021年12月時点で、名目 GDP の10.4%に相当した。しかしウクライナ侵攻後に取り崩しが進み、2023年1月には名目 GDP の7.1%まで縮小した。4月に国民福祉基金は名目 GDP の8.3%まで規模が拡大したが、この間の回復は、ロシア政府が基金の回復を優先して取り崩しよりも税収からの積み増しを重視した結果だろう。

ウクライナ侵攻以降、ロシア政府は国民福祉基金の取り崩しを進めた。日臺(2022)によると、ロシア政府はウクライナ侵攻の直後に、国民福祉基金が上場企業の株式やロシア国債を購入することができるように法改正を行った。実際に国民福祉基金は、ロシアの企業の資金繰りの支援ツールとして、また金融市場の安定化ツールとして利用された模様である(図表8)。一例を挙げると、ロシア政府は2022年4月、国営航空アエロフロート社に対して、国民福祉基金より1,070億ルーブルの資金を提供している<sup>3</sup>。

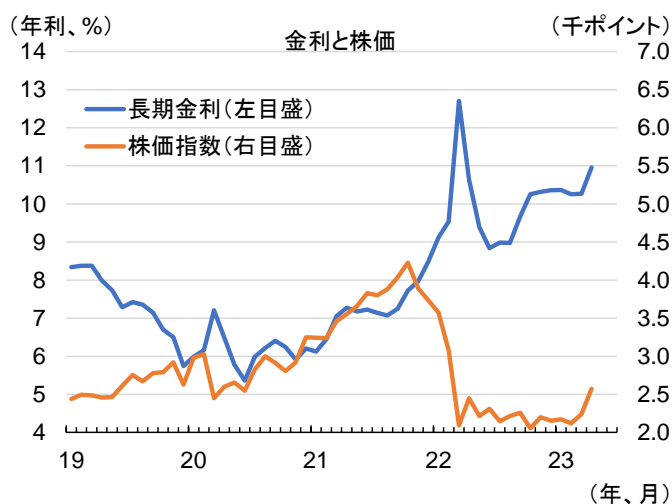
ウクライナ侵攻以降、ロシアの財政赤字は少なくとも2022年前半まで膨張しなかったが、それはこの間に国民福祉基金が取り崩され、財政をカバーしたためだと考えられる。そして2022年後半以降の財政赤字の膨張で、国民福祉基金の取り崩しが一気に進んだのだろう。いずれにせよ、国民福祉基金の取り崩しが進んでいることもまた、国債の増発圧力になっていると考えられる。

図表7. ウクライナ侵攻以後に減少した国民福祉基金



(出所)ロシア財務省

図表8. ウクライナ侵攻前後のロシアの証券市場



(注) ロシアの証券市場は侵攻直後に一時閉鎖されている  
(出所) ロシア中銀、モスクワ証取

<sup>2</sup> ロシア政府の特別会計やソブリン・ウェルス・ファンドに相当する。年金の赤字補填に加えて、財政赤字の補填に用いられるようになった。

<sup>3</sup> "Russia may spend \$1.3 bln from wealth fund to recapitalise Aeroflot – Ifax," Reuters, April 21<sup>st</sup>, 2022.



#### 4. 国債の増発で懸念される高インフレ

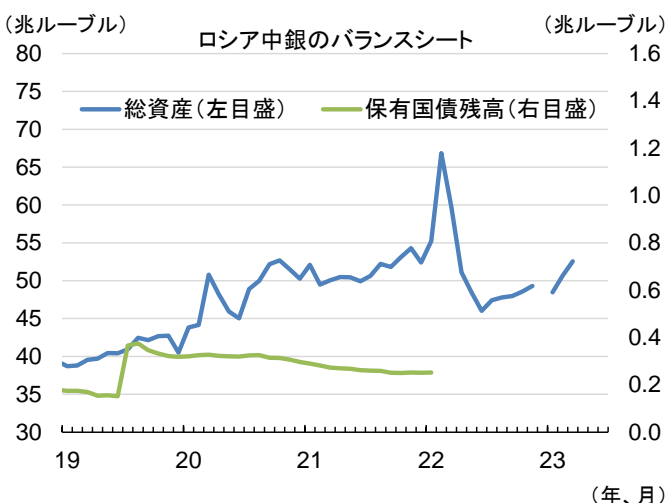
財政を健全化するためには、歳出を削減するか、歳入を増やすか、あるいはその両方が必要となる。とはいえ、現状のロシアに歳出の削減は困難である。仮にウクライナとの戦争で早期の停戦に達したとしても、軍事費の削減は見込みがたい。他の政策的経費や一般的経費を削ることも、国民の反発を受けるため容易ではないが、軍事費の捻出が優先されるかもしれない。

他方で歳入の増加を図るにしても、増税のハードルは高い。また「石油・ガス収入」も、資源価格に左右されるため不確実である。そうすると、財政を維持するために残された手段は、国債を増発するという手段になる。そうはいっても、ロシアは貯蓄率が低いため、国債を国内で消化することが容易でない。また外貨建て国債を発行するとしても、人民元やルピーといった友好国の通貨での発行に限定される。そもそもロシア政府がソフトカレンシー建ての国債を発行しても、外国人投資家による旺盛な消化が見込めるか定かではない。

このように整理していくと、ロシア政府が国債を増発したとして、その主な引き受け手はロシア中銀にならざるを得ないのではないか。ロシア中銀のバランスシートを確認すると、その総資産はウクライナ侵攻が生じた2022年2月に66.8兆ルーブルと前月から10兆ルーブル以上増加した(図表9)。ロシア中銀は保有国債残高の公表を2022年1月で停止しているため、詳細は不明だが、侵攻直後の金融市場の混乱を受けて、ロシア中銀が流通市場で国債を購入し、その後も過去に比べれば保有高を増やしている可能性が高いと考えられる。

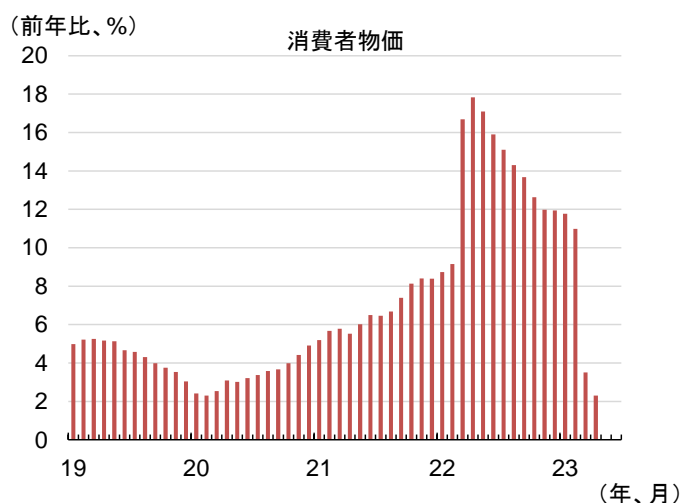
流通市場での購入が限界となると、発行市場でロシア中銀はロシア国債を購入することになる。

図表9. ロシア中銀のバランスシートは急拡大後に縮小



(注1) 保有債券残高に保有国債残高が含まれる  
 (注2) ロシア中銀はウクライナ侵攻以降国債の保有残高の公表を止めた  
 (出所) ロシア中銀

図表10. ベース効果の剥落で落ち着いてきたインフレ



(出所) ロシア統計局

いわゆる「財政ファイナンス」が行われるわけだが、これは本来なら通貨面からインフレ圧力を高める禁じ手である。ロシアのインフレは、前年の高インフレのベース効果が剥落したため、最新2023年4月の消費者物価は前年比2.3%まで鈍化した(図表10)。

とはいえ、ロシア中銀は企業や家計のインフレ期待の高さを警戒している。実際に、ロシアの需給バランスは、ウクライナ侵攻に伴う供給ショックを受けて、大きく崩れてしまった。生産を行うためにはヒト・モノ・カネの三要素が必要となるが、うちヒト(労働)は、若者の多くが国外逃亡したことや働き盛りの徴兵が強化されたことで、慢性的な不足に陥った。

またモノに関しても、欧米による経済・金融制裁で、ロシアで消費財を生産するために必要だったヨーロッパからの中間財や資本財などの輸入が停滞した。代わりにロシアは、中国やインドなどの新興国から中間財や資本財の輸入を増やしたが、それでヨーロッパからの輸入の減少を全てカバーできてはいない(土田, 2023b)。さらに、戦争の長期化で軍需品の増産が優先されているため、民生品の生産が圧迫されている。

こうした構図は、ロシアとウクライナが仮に停戦に達したとしても、改善は見込みがたい。そのため、ロシアは、ウクライナ侵攻前に比べるとモノ不足の状態が続くと予想される。こうしたモノ不足の環境に鑑みれば、ロシアのインフレ圧力は、ウクライナ侵攻によって構造的に強まったと理解される。そうした状況の下で、ロシア中銀が財政を維持するために国債の直接市場での購入や、あるいは政府への直接融資といった財政ファイナンスを実施すれば、かなり強いインフレが常態化することになる。

政府が価格統制や数量統制を敷けば、インフレはいったん落ち着くだろう。しかし、モノ不足そのものが解消しなければ、結局はソ連時代後半の「抑圧インフレ」(repressed inflation)<sup>4</sup>の状態に陥ると懸念される。抑圧インフレの下では、配給を待つ市民が商店の前で長蛇の列を形成する。実際にソ連時代後半のロシアでは、軍拡を優先したため経済の停滞が深刻化し、価格統制や数量統制が強化された。その結果、物資の配給を待つ人々が長蛇の列を形成した。

こうした状況に至るまではまだ距離があるとはいえ、ロシアがウクライナとの戦争の継続を前提に財政の在り方を変えていくなら、ロシアの価格形成の構造はソ連時代のそれに近づいていくことになるだろう。そしてモノ不足が常態化すれば、闇市場で実勢に基づく価格が形成されることになる。ソ連期のロシアでも、公式市場で不足したモノやサービスが闇市場で交換された。実際にウクライナ侵攻直後も、通貨ルーブルの大暴落や米ドル建て預金の引き出しが制限されたことを受けて、ロシアでは闇市場での米ドルの取引が急増したようである<sup>5</sup>。

<sup>4</sup> 価格統制や数量統制で表面上はインフレが抑制されていること。

<sup>5</sup> "There's a black market in Russia for dollars and euros with deals organized on Telegram and money changing hands at train stations," *Business Insider*, Apr 1<sup>st</sup>, 2022.

## 5. 浪費される国富

以上、本レポートでは、ロシア政府による国債の発行が急増している背景を整理・分析してきた。その結果、ウクライナとの戦争でロシアの財政は着実に悪化しており、それが国債の増発圧力になっていることが明らかとなった。

ロシアの歳入の多くを占める「石油・ガス収入」は、本来ならロシア経済の発展のために用いられるべき収入である。また「石油・ガス収入」が上振れした際に積み立ててきた国民福祉基金もまた、本来はロシアの潜在成長力を上げるための投資に充てるためのものだった。にもかかわらず、ウクライナとの戦争が長期化したことで、ロシアは安定した「石油・ガス収入」が得ることができなくなったばかりか、その収入の相当部分を軍事費に充てることになった。

いわば、ロシアの国富は浪費されているわけだが、こうした状況が直ぐに改善する展望も描きにくい。1991年のソ連の崩壊以降、紆余曲折を経てきたロシア経済であるが、少なくとも2000年代までは所得を増やし続けてきた。2010年代に入り、ロシア経済は成長が停滞したが、ウクライナとの戦争を受けて、2020年代のロシア経済はその停滞が一段と深刻化すると危惧される。国債発行が増加したことは、ロシア経済が危惧されるそうした道を着実に突き進んでいることの証左といえるだろう。

## 参考文献

- 土田陽介(2023a)「ロシア産原油の需要家として存在感を高める中国とインド」『MURC Focus』(2023年3月7日付)
- (2023b)「2022年の中国の対ロ貿易動向」『MURC Focus』(2023年1月24日付)
- 日臺健雄(2022)「ロシアの外貨準備および危機対策における国民福祉基金の機能:ウクライナ侵攻前後の動向を中心に」一橋大学ロシア研究センター『RCC Working Paper』No.97 (March 2022)



－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。