ユーラシア研究所レポート No.153

2025 年 7 月 5 日

原油価格の下落により財政赤字が拡大するロシア
～国民福祉基金の流動資産が枯渇する可能性～

日臺 健雄

概要

原油価格下落を受け、ロシア政府は補正予算案を編成し、財政赤字は GDP 比 1.7%まで拡大する。赤字補填のため国民福祉基金が 4 年連続で取り崩されるが、流動資産が枯渇する可能性が出てきた。枯渇回避のため、同基金への税収繰り入れ基準価格を引き下げる意向をロシア財務省が示し中銀も支持するが、引き下げは軍事支出の削減につながるため、継戦能力を測る意味でもその可否が注目される。

原油価格の下落と財政赤字の拡大

世界的に原油価格が下落するなかで、ロシア経済の成長に鈍化がみられる。ウラル原油（ロシア政府が財政や税務で使用する原油価格指標）の平均価格は、2025 年 1 月に 67.66 ドル／バレルであったが、3 月に 58.99 ドル／バレルまで下

落した（ロシア経済発展省データによる）。この原油価格下落の影響を受けて、連邦財政にも影響が出ている。ロシア財務省データによれば、連邦政府の歳入における原油や天然ガスの輸出収入からの税収である「石油・ガス収入」は、2025 年 4 月単月で 1 兆 813 億ルーブルであったが、これは前年同月の 1 兆 3075 億ルーブルと比較して 17.3%の減少である。

2025 年 1 月から 4 月までの 4 カ月間の財政収入をみると、総収入（12 兆 2740 億ルーブル）に占める石油・ガス収入（3 兆 7270 億ルーブル）の比率は 30.4%であったが、2024 年の同期には 35%を超えていたため、財政収入に占める石油・ガス収入の比率が低下したことになる。また、上記 4 カ月間の財政支出は 15 兆 4990 億ルーブルで、前年同期の 12 兆 8300 億ルーブルと比較して 20.8%増加している。同期間の財政収支は 3 兆 2250 億ルーブル（国内総生産（GDP）比 1.5%）の赤字であり、前年同期（1 兆 1400 億ルーブルの赤字）と比較して約 2.8 倍と大幅に増加している。

補正予算案の内容（1）：石油・ガス収入の減少

この財政赤字の増加傾向も背景として、政府は 2025 年 5 月 12 日に 2025 年連邦予算の補正案を下院に提出した（5 月 28 日に第一読会で可決）。その内容をみると、年間の財政収入は当初予算の 40 兆 3000 億ルーブルから 38 兆 5060 億ルーブルへと約 1 兆 8000 億ルーブル（約 4.5%）減少する。そのうち石油・ガス収入は当初予算の 10 兆 9000 億ルーブルから 8 兆 3170 億ルーブルへと約 2 兆 6000 億ルーブル（約 23.7%）減少する一方で、非石油・ガス収入は 30 兆 1890 億ルーブルへと約 8,000 億ルーブル（約 3%）増加する。非石油・ガス収入の増加をもたらす要因として、名目 GDP の増加に伴う付加価値税の増収、タバコ製品の販売量増加に伴う国内消費税の増収、名目賃金の上昇に伴う個人所得税の増収が指摘されている（2025 年 5 月 12 日付 Kommersant 電子版など）。

補正予算案の内容（2）：住宅ローン支援などへ財政支出増加

また、上記の補正予算案では、年間の財政支出が 42 兆 2980 億ルーブルとなり、当初予算から 8,290 億ルーブル増加する。この増加は、非石油・ガス収入の増加分に対応するものであり、現行の「財政ルール」に基づいている（ロシア連邦の財政ルールについては、日臺健雄「ロシアの財政ルールと国民福祉基金―戦費調達の背景にある資金メカニズム―」（『ロシア NIS 調査月報』2024 年 5 月号を参照

されたい)。支出増加の内容をみると、2,790 億ルーブルが優遇住宅ローンプログラム、550 億ルーブルが優遇融資など農業関連の支援策、480 億ルーブルが VEB.RF（旧ロシア開発・対外経済活動銀行）のプロジェクトファイナンス支援に充てられる。その他、230 億ルーブルが公務員給与の追加支給のための予備費や内務省職員の住宅補助、730 億ルーブルが軍人の給与を物価上昇に連動させるための支出などに充てられるといったように、「特別軍事作戦」継続に関連する支出の増加もみられる（2025 年 5 月 12 日付 Kommersant 電子版)。

補正予算案の内容（3)：財政赤字の拡大（GDP 比 1.7%）

上記の収入減少と支出増加により、連邦予算の補正案における財政赤字額は、当初予算の約 1 兆 2000 億ルーブル（GDP 比約 0.5%）から約 3 兆 8000 億ルーブル（GDP 比約 1.7%）へと増加する。これは、2024 年の財政赤字額である約 3 兆 5000 億ルーブルを超える水準となる。

財政赤字の補填の手段として、財務省はロシア版ソブリン・ウェルス・ファンドの「国民福祉基金」の資金からの支出を予定している。シルアノフ財務相は 2025 年 5 月 6 日、国民福祉基金からの支出額が 4,470 億ルーブルになる予定であると述べている（5 月 6 日付 RIA Novosti 電子版)。

財政赤字の補填手段：国民福祉基金の流動資産の取り崩し

財政赤字を国民福祉基金の資金によって補填する手法は、2022 年から 3 年連続で実施されており、たとえば 2023 年には 3 兆 5000 億ルーブル、2024 年には 1 兆 3000 億ルーブルが財政赤字の補填に回されてきた。しかし、この 3 年連続の補填によって、国民福祉基金の資金のうち流動資産が枯渇する可能性が指摘されるようになった。

2025 年の当初予算では、財政赤字を国民福祉基金の資金で補填する手法は回避されることになっていた。しかし、原油価格の下落による財政赤字の拡大を見込んだ補正予算案においては、国民福祉基金による補填が 4 年連続で実施される見通しとなった。その結果、当初予算では、国民福祉基金の 2025 年末時点での資産（非流動資産も含む）は 14 兆 7000 億ルーブルと想定されていたが、補正予算案によって 12 兆 7600 億ルーブル（GDP 比 5.8%）へと下方修正されることになった（2025 年 5 月 16 日付 Vedomosti 電子版)。

国民福祉基金への税収の繰り入れメカニズム

補正予算案で国民福祉基金の資金により 4,470 億ルーブルの財政赤字が補填される予定となったことで、国民福祉基金の資産のうち流動資産の枯渇のタイミングが早まる見通しとなった。国民福祉基金の蓄積メカニズムをみると、現行の財政ルールでは、石油・天然ガス関連の税収（石油・ガス収入）のうち原油価格が基準価格（60 ドル／バレル）（＝「切断価格」ないし「カットオフ価格」と呼ばれる）を上回った場合に増収となる部分が外貨（人民元）や金（ゴールド）の形態で国民福祉基金に繰り入れられることにより、国民福祉基金の流動資産が増加する。

当初予算では、原油価格（ウラル原油価格）の予想年間平均価格は 69.7 ドル／バレルであり、切断価格の 60 ドル／バレルを上回ると想定されていたため、2025 年通年で 1 兆 8000 億ルーブルが税収から国民福祉基金に繰り入れられることが見込まれていた。

しかし、最近の原油価格の下落傾向を受けて、ウラル原油価格（経済発展省データによる）は 2025 年 1 月に 67.66 ドル／バレル、2 月に 61.69 ドル／バレルと切断価格を上回る水準であったが、3 月に 58.99 ドル／バレル、4 月に 54.76 ドル／バレルとなり、60 ドルを下回る動きをみせている。そのため補正予算案では、予想年間平均価格が 69.7 ドル／バレルから 56 ドル／バレルへと下方修正されている（2025 年 5 月 7 日付 Kommersant 電子版）。補正予算案において、予想年間平均価格が切断価格（60 ドル／バレル）を下回ったことで、2025 年は国民福祉基金への税収の繰り入れは行われない見通しとなった。さらに、先述のように財政赤字の補填として国民福祉基金から 4,470 億ルーブルが支出される見込みとなったことにより、国民福祉基金の残高のうち流動資産の減少がさらに進行することになる。

国民福祉基金の流動資産の枯渇リスク

国民福祉基金の流動資産が減少し続けていることにより、枯渇するリスクが指摘されている。原油価格が 55 ドル／バレルで安定的に推移する場合、国民福祉基金の流動資産が枯渇するまでには 5 年以上かかるだろうと VTB グループ首席エコノミストのラティポフ氏が指摘する一方で、Bloomberg Economics 社ロシア担当首席エコノミストのイサコフ氏は、ロシアの原油輸出価格が 50 ドル／バレルで推

移すれば、国民福祉基金の流動資産は 18 カ月で枯渇するという見解を示している（2025 年 3 月 10 日付 Vedomosti）。

なお、テレグラムチャンネル「Truevalue」を主催するトゥネフ氏によれば、2024 年における石油・ガス収入の追加分である 1 兆 6000 億ルーブルが 2025 年の夏に国民福祉基金の流動資産に繰り入れられる予定であることから、2025 年末時点での国民福祉基金の流動資産の残高は（財政赤字の補填に 4,470 億ルーブルが支出されても）3 兆 8000 億ルーブルという水準を維持できるだろうと指摘している（2025 年 5 月 16 日付 Vedomosti）。なお、5 月 1 日時点での流動資産は 3 兆 3000 億ルーブル（GDP 比 1.5%）である（2025 年 5 月 12 日付 Reuters 電子版）。

「切断価格」の引き下げをめぐる政府内の動き

流動資産の減少を食い止めて国民福祉基金の残高を増加させるためには原油価格の上昇が必要となるが、現下の OPEC（石油輸出国機構）プラスの増産傾向など原油市場の動向を勘案すると、原油価格の上昇は当面見込めない。そのため、国民福祉基金の残高を増加させるためには、現行 60 ドル／バレルとなっている「切断価格」を原油の市場価格の水準よりも引き下げて、国民福祉基金への税収の繰り入れを実施することが必要となる。

「切断価格」をめぐる最近の政府内部の動きをみると、2025 年 4 月 23 日にシルアノフ財務相は、2026～2028 年の 3 カ年予算の策定の際に切断価格の引き下げを検討する旨を発言した。その一方で、5 月初旬には 3 カ年予算には切断価格の引き下げは含まれないと語るなど、財務省の方針には揺らぎがみられる（2025 年 5 月 28 日付 Kommersant 電子版）。

この財務省の方針の揺らぎをもたらしている要因として、以下の点が考えられる。すなわち、切断価格を引き下げることで税収の一部を国民福祉基金に繰り入れると、その金額分が財政収入から減少することとなり、財政収入の減少に応じて財政支出を削減することになる。財政支出の削減は「特別軍事作戦」を遂行するための軍事費の支出にも影響が及ぶことから、「特別軍事作戦」を直接担っている国防省などの安全保障関連部局から切断価格の引き下げが反発を受ける可能性が高く、この反発が財務省の方針の揺れをもたらしているものと推察される。そのため、切断価格の引き下げにかかわる今後の議論には困難が伴うとみられる。

「切断価格」の引き下げを支持する中央銀行

一方で、ロシア中央銀行は切断価格の切り下げ方針を支持している。ロシア中央銀行のナビウリナ総裁は 2025 年 4 月 25 日の会見で、切断価格の切り下げは、インフレを抑制し財政政策の安定性をもたらすと述べている（2025 年 4 月 25 日付 Kommersant 電子版）。また、中央銀行総裁顧問のトレマソフ氏は、原油価格が 60 ドル／バレルを下回る状態が続けば国民福祉基金は遅かれ早かれ枯渇するとした上で、（切断価格の切り下げを含む）保守的な財政政策によって中立金利の推定水準の低下、ひいては経済全体の金利水準の低下につながるとの見解を示している（2025 年 4 月 29 日付 Vedomosti 電子版）。

一連の中央銀行幹部の発言を踏まえると、切断価格の切り下げが実施されれば、現行の 21%という（ロシア国内の企業家の不満を高めている）高水準の政策金利の利下げがもたらされる可能性を指摘することができる。

なお、AKPA 社のソブリン・地域格付けグループ上級ディレクターのクリコフ氏は、切断価格が 55 ドル／バレルであれば基金の資産は現行水準が維持され、50 ドル／バレルであれば今後 4～5 年かけて資産の増加がみられるであろうと述べている（2025 年 4 月 23 日付 Vedomosti 電子版）。また、投資戦略企業アリカピタルのスベロフ氏は、現下の石油市場の動向を踏まえると、切断価格は 50 ドル／バレルが適正だと指摘している（2025 年 5 月 28 日付 Kommersant 電子版）。

今後の見通し

以上でみてきたように、原油価格の下落を受けてロシア政府は補正予算案の編成を余儀なくされた。その結果、財政赤字の拡大を補填するために同基金の流動資産から 4 年連続で支出されることになり、同基金の流動資産の枯渇リスクが指摘されている。

国民福祉基金の流動資産の枯渇を回避するための有力な手段として、連邦税収のうち原油、天然ガス、石油製品の輸出関連の税収（「石油・ガス収入」）から同基金への繰り入れメカニズム（「財政ルール」）を変更することを挙げることができる。現行ルールでは、基準となる原油価格（「切断価格」）を 60 ドル／バレルと設定した上で、この価格を上回った場合の石油・ガス収入の増収分が国民福祉基金に繰り入れられることになっており、この切断価格を引き下げれば国民福祉基金への繰入額が増加する。

ロシア財務省は2026～2028年の3カ年予算の編成にあたって切断価格を引き下げることを意図しており、この方針をロシア中央銀行も（利下げにつながるとして）支持している。一方で、切断価格の引き下げは財政支出の削減につながり、ひいては軍事関連支出の削減の可能性を生じさせることから、切断価格の引き下げには困難が伴うものとみられる。

原油価格の下落に伴う財政赤字の拡大と国民福祉基金の流動資産の枯渇リスクを踏まえて、ロシアが停戦を望んでいるとの見解もある（杉浦敏広「本心は一刻も早い停戦望むプーチン、油価下落で流動性資金ほぼ枯渇（前編）（後編）」2025年5月3日付 JBpress）が、ロシアの継戦能力を測る上で、連邦財政（および国民福祉基金）の動向が重要であることはいうまでもない。2026～2028年の3カ年予算の編成にあたって「切断価格」が引き下げられるかどうかが注目される。

【執筆者】日臺健雄（和光大学経済経営学部教授）

（※このレポートは、三菱UFJ銀行グループが海外の日系企業の駐在員向けに発信しているウェブサイト MUFG BizBuddy に2025年6月5日付で掲載されたものです。）