

## ロシア経済：原油高で後退する対ロ制裁の財政圧力

2026年1～3月のロシア連邦政府の財政収支は、赤字がGDP比1.9%に達し、通年計画を上回る悪化ペースとなった。米国による制裁等が効果を発揮し、原油の生産量・価格がともに下振れたことで、石油・ガス収入が落ち込んだことが主因の一つである。

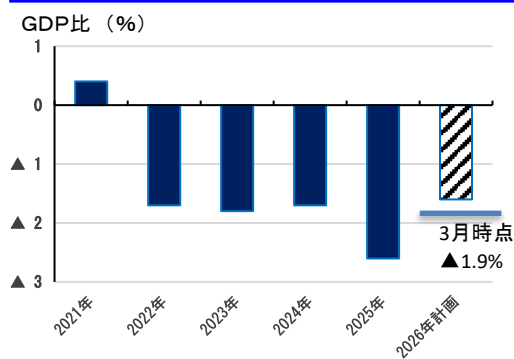
しかし、イラン攻撃の勃発に伴う原油価格の上昇により、4月以降の税収は大幅な回復が見込まれる。今般のイラン危機による上振れ、いわば「棚ぼた収入」は、年間で3.4～5.6兆ルーブル（約7～12兆円）に達すると試算される。大幅な下振れが見込まれていた石油・ガス収入が、予算想定を上回る可能性も視野に入ってきた。結果として、制裁強化により財政面から圧力をかけ、ロシアを停戦交渉へ誘導するというシナリオは後退した。

### 財政赤字：歳出前倒しと石油・ガス収入の下振れで計画超過の赤字に転落

ロシア連邦政府の2026年1～3月の財政収支は、4.6兆ルーブルの赤字に達した。これは名目GDP（2026年政府見通し）比1.9%に相当する水準であり、予算で計画された通年の財政赤字目標（▲3.8兆ルーブル、GDP比1.6%）を上回る。

足下の想定以上の赤字拡大は、歳出の増加および支出の前倒し執行<sup>1</sup>に、石油・ガス収入の下振れが重なった結果である。ロシアの連邦財政では、個人所得税や法人利潤税の多くが地方政府に配分されるため、2026年予算ベースでは石油・ガス収入の比率は歳入の2割強と割合が大きい。石油・ガス収入は、価格変動の影響を強く受けるため、財政収支の振れを左右しやすい構造にある。1～3月の石油・ガス収入は1.4兆ルーブルに落ち込み、通年見込み（8.9兆ルーブル）に対する進捗率は16.2%と低水準にとどまった。

### ロシア連邦政府の財政収支



(出所)ロシア財務省

(注)2026年計画は予算法(2025年11月28日成立)に基づく。

### ■ ロシア連邦政府の予算執行状況 2026年1-3月（暫定値）

項目	2026年1Q	2025年1Q	前年比	2026年計画	進捗率
<b>歳入合計</b>	<b>83,090</b>	<b>90,550</b>	<b>▲8.2%</b>	<b>402,830</b>	<b>20.6%</b>
石油ガス収入	14,430	26,420	▲45.4%	89,190	16.2%
非石油ガス	68,660	64,130	+7.1%	313,650	21.9%
うち VAT	40,480	36,700	+10.3%	175,190	23.1%
<b>歳出合計</b>	<b>128,850</b>	<b>110,150</b>	<b>+17.0%</b>	<b>440,700</b>	<b>29.2%</b>
政府調達	44,480	32,150	+38.4%	102,790	43.3%
<b>財政赤字</b>	<b>▲45,760</b>	<b>▲19,600</b>	—	<b>▲37,860</b>	<b>120.9%</b>
GDP比	▲1.9%	▲0.9%	—	▲1.6%	—

(出所)ロシア財務省 (注)記載のない限り単位は億ルーブル。進捗率=1-3月実績÷2026年度計画

<sup>1</sup>歳出は前年同期比+17%と、通年の予算額の増加幅（前年比+9%）を大幅に上回るペースで拡大している。軍事・防衛関連調達の拡大に加え、年初に流動性を供給し企業支援し景気を下支えする意図もあると考えられる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

石油・ガス収入については、税制改革により原油・石油製品の輸出関税が段階的に縮小され、2024年以降は実質的に廃止された。現在は鉱物採掘税（MET）、とりわけ原油が中心的な税目となっており、この動向を追うことで石油・ガス収入の規模はおおむね把握できる。

原油に係る鉱物採掘税は、(i) 生産量、(ii) ウラル原油価格<sup>2</sup>、(iii) 為替レート（ルーブル/ドル）の3変数で計算される<sup>3</sup>。前月の価格と生産量を基に課税されるため、税収には1か月程度のラグが生じる。

3月のウラル価格（77ドル/バレル）、為替（1ドル=80.4ルーブル）、生産量（日量900万バレル）を前提とすれば、4月課税分の原油METは大幅に増加し、単月で1兆ルーブルに達する可能性もある。これは1～3月累計（約0.97兆ルーブル）に匹敵、あるいは上回る規模となる。

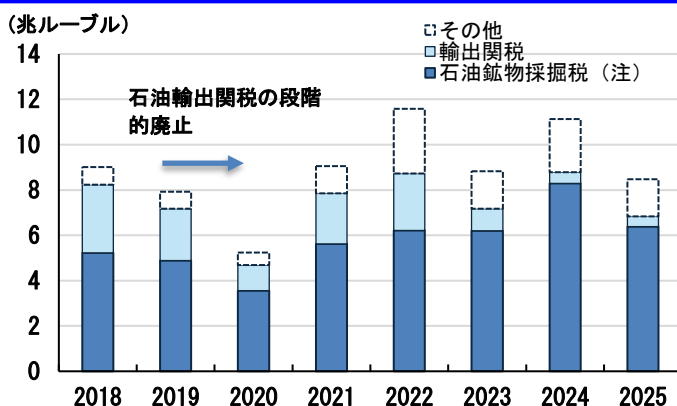
### ロシア原油生産の動向：パイプライン停止とインド向け輸出の減少

ロシアの原油生産は、IEAのデータ<sup>4</sup>では2026年初まで、OPECプラスの枠組みに沿って日量900万バレル前後で推移していたが、2月には日量870万バレル程度まで低下し、OPECプラスの生産枠を大きく下回った。数量面悪化の主因は以下のとおりである。

第一に、輸送インフラの制約である。一因は、ドルジバ・パイプライン経由の供給停止である。ウクライナ経由でハンガリー、スロバキア向けにロシア産原油を輸送する南部支線では、2026年1月27日以降、原油の受け取りが停止した。ウクライナ側はロシアの攻撃により西部

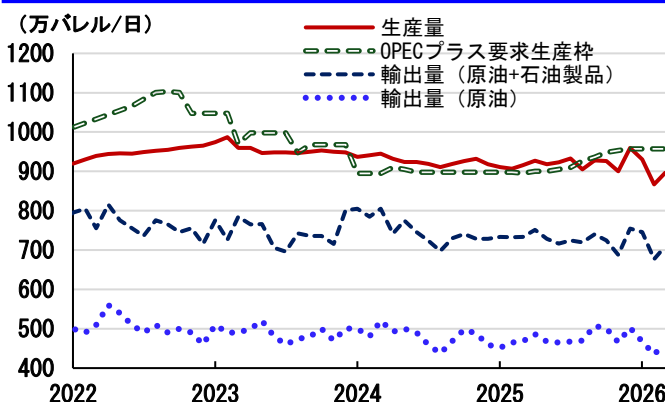
ウクライナのポンプ設備が損傷したためと説明する一方、東欧側はウクライナによる政治的な遅延だと批判しており、停止が純粋に技術的要因によるものか、政治的要因を含むのかは判然としない。いずれにせよ、ドルジバ南部支線の通常の供給規模は日量25万バレル程度とされており、一時的な生産下押し要因として作用した。なお、ウクライナ側は、4月22日修理完了と輸送再開の準備が整ったことを明ら

### 石油ガス収入の税収構造



(出所)ロシア財務省  
(注)国内の燃料価格を安定させるための調整額(補助金もしくは追加税)を除いた額

### ロシアの原油生産量と輸出量



(出所)IEA、伊藤忠総研  
(注)生産量、要求生産枠はコンデンセート・NGLは除く。石油製品の輸出量は原油換算の推計値。

<sup>2</sup> ウラル原油とは、ロシアの輸出油種で、黒海・バルト海経由で出荷される中質サワー原油（硫黄分の比較的高い原油）であり、長らく国際市場におけるロシア産原油の代表的な価格指標として機能してきた。ただし、2025年以降税計算に用いる税法上のウラル価格は、欧州向けウラル原油の価格そのものではなく、欧州向け（ウラル）の価格と、極東のコズミノ港からアジア向けに輸出されるESPO原油の価格を一定比率（0.78:0.22）で加重平均した価格となった。これは、ウクライナ侵攻後にロシア産原油の輸出先が欧州中心からアジア中心へ大きく変化したことを踏まえ、税収算定を実態に近づけるための措置である。

<sup>3</sup> 原油METの計算式は、 $MET = 559 \times K_{\text{U}} + K_{\text{A}} \text{бдг}$ 。ここで  $K_{\text{U}} = (P - 15) \times R / 261$ ；P=税法上のウラル価格（USD/バレル）、R=月平均為替レート（USD/RUB）、261=バレル⇔トン換算等の調整係数、 $K_{\text{A}} \text{бдг}$ =ダンパー調整項。

<sup>4</sup> ロシア政府は、現在、石油生産に関する統計の公表を停止中のため、IEAの石油月報（2026年4月）の数値に基づく。

かにし、23日には受け取り再開が確認されている。

第二に、インド向け輸出の減少である。これは制裁強化と無関係ではない。米財務省は2025年10月22日、ロシアの大手石油会社であるロスネフチとルークオイルを制裁対象に指定した。これにより、両社および一定以上の出資関係にある関連会社との取引は制裁リスクを伴うことになり、インドの精製会社はロシア産原油の調達を抑制した。米印間の通商交渉も、この動きを後押しした。米国はロシア産原油の購入を理由に、インド製品に25%の追加関税を課していたが、2026年2月に同措置を撤廃した。米側は、交渉の過程でインドがロシア産原油の直接・間接輸入を停止する意向を示し、米国産エネルギーの購入拡大などに応じたことを理由としている。

また、EUによる制裁強化もインド向けロシア原油の需要を下押しした。EUは2026年1月21日から、第三国でロシア産原油を原料として精製された石油製品について、EU域内への購入・輸入・移転を禁止した。ウクライナ侵攻後、インドはロシア産原油の購入を拡大し、国内で精製したディーゼル、軽油、ジェット燃料などを、ロシアに代わり欧州に輸出してきた。このため、同規制は、欧州市場への販売でマージンを稼いできたインド精製会社にとって、経済的なインセンティブを低下させる要因となった。

イラン攻撃の勃発後、こうした流れは反転した。代替として調達を増やしていた中東産原油の供給が不安定化したため、インドはロシアからの輸入へと回帰した。米国が、ロシア産原油・石油製品の一部取引について一時的な猶予措置<sup>5</sup>を認めたこともこの動きを後押しし、ロシアは再びインドにとって最大輸入元となった見られる。

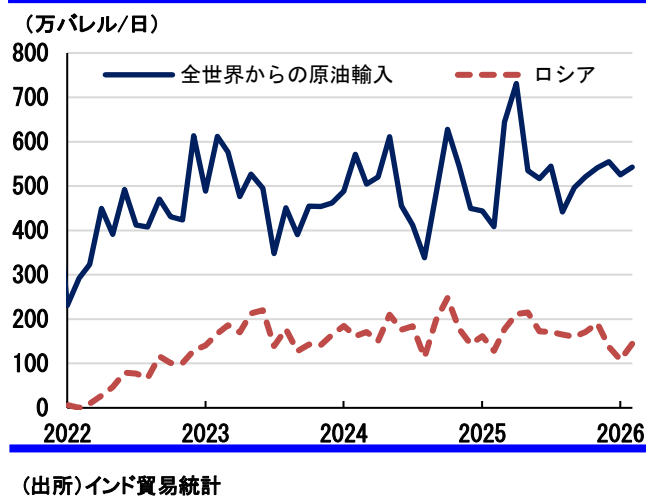
### 原油価格：制裁強化によってロシア産原油は大幅にディスカウントも、急速に収益性は改善

石油セクターへの制裁効果は、数量面よりも価格面でより明確に表れている。ロシアの主要石油会社であるロスネフチとルークオイルの制裁により、ロシア産原油の買い手は限定的になり、価格交渉力は買い手側に傾いた。

この影響は、ウラル原油と国際指標であるブレント原油の価格差に表れている。価格差の水準は、2024年から2025年10月頃までは概ね10ドル台前半で推移していた。その後、米国制裁の猶予期限が切れた2025年11月以降、急拡大し、20~30ドル/バレルとなった。ただし、この価格差のすべてを制裁の効果とみなすことは適切ではない。価格差は、品質差、輸送費や保険料、金融コスト、さらには需給環境など複数の要因によって規定される。ブレントとウラルの品質差に起因するディスカウントは、通常1バレルあたり2~3ドル程度とされる。また、輸送費や保険料の一部はロシア側の関連事業者に帰属するた

<sup>5</sup> 米財務省 OFAC は、ホルムズ海峡封鎖に伴う原油価格急騰を踏まえ、3月5日の一般ライセンス133号（GL133:インド向け陸揚げ限定）、3月12日の134号（GL134:対象拡大、4月11日まで）、4月17日の134B号（対象を4月17日積載分まで拡大、期限を5月16日まで延長）を順次発出し、既に洋上にあるロシア産原油・石油製品の引渡し・売却を一時的に認可している。

### インドの原油輸出量



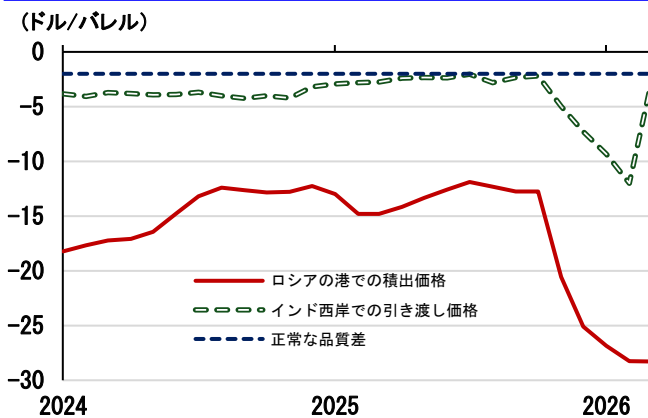
め、マージン部分はロシアに還流する。観測される価格差がそのままロシアの収入減に対応するわけでもない。

制裁の本質的な影響は、買い手が制裁リスクを織り込んで要求する追加的なディスカウントにある。この点を確認するうえでは、インドでのウラル原油の引き渡し価格が有用な指標となる。制裁強化前は、インド着ベースのウラル原油価格とブレントとの差は限定的であり、ロシア産原油の取引価格に制裁影響はほとんど反映されていなかった。しかし 2025 年 11 月以降、買い手側の精製業者が制裁対象企業との取引を回避する動きを強め、ディスカウント幅は急拡大した。これは、制裁がロシア産原油の価格形成に実体的に作用していたことを示す有力な材料である。もっとも、このディスカウントは、イラン攻撃の勃発後、3 月以降に縮小に転じている。中東情勢の緊迫化により原油需給がタイト化するなか、ロシア産原油の需要が回復し、買い手側の値引き要求が後退したためとみられる。

**財政シナリオ：ロシアの『棚ぼた収入』は 3.4～5.6 兆ルーブル(約 7～12 兆円)**

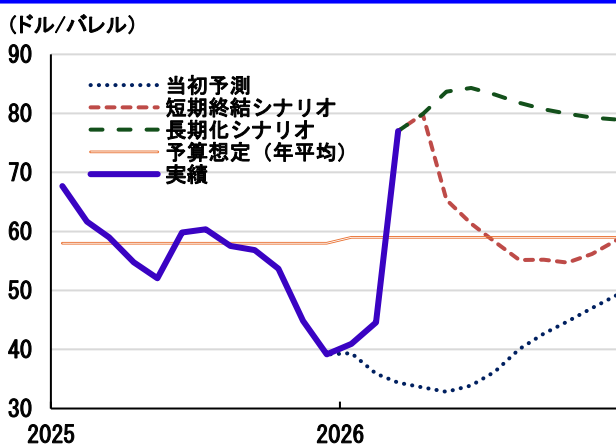
イラン攻撃の勃発によって、ロシアを取り巻く外的環境は大きく変容した。次の焦点は、3 月までに年間想定赤字に達した財政が、原油価格の急騰でどの程度収支改善に向かうかである。最後に、イラン攻撃に伴う原油価格の高騰によって、ロシア政府がどの程度の追加収入を得るのかを試算する。ここでは、イラン攻撃がなかった場合の当初予測との差額を、便宜的に「棚ぼた収入」と呼ぶ。

**ウラル原油と北海ブレントとの価格差**



(出所)IEA  
(注)積出価格は、ノヴォシロースク港とプリモリスク港でのFOB価格(海上輸送・保険費用含まない)の平均。インドでの引き渡し価格はインド西岸のDAP価格(海上輸送・保険費用を含む)。

**ロシア産原油価格**



(出所)ロシア財務省、経済発展省、予測は伊藤忠総研作成

価格シナリオについては、以下の通りである。

①当初予測は、イラン攻撃前の原油市場環境を前提とした価格予測である。2025 年後半以降、ウラル原油価格は下落基調を強めていた。本シナリオでは、こうした地合いが 2026 年を当面通じて継続し、価格は 30 ドル前半まで低下した後、年後半にかけて緩やかに 50 ドル近辺まで回復する想定としている。

②短期終結シナリオは、イラン攻撃に伴う中東情勢の緊張が短期間で収束するケースを想定する。攻撃直後の供給途絶懸念から原油価格は一時 80 ドル近辺まで急騰するが、ホルムズ海峡の通航再開や停戦合意の成立等により地政学プレミアムが速やかに剥落し、年後半にかけて 55～60 ドル/バレル程度の水準に収束していく展開を想定する。

③長期化シナリオでは、中東情勢の緊張が長期化し、原油市場での需給のひっ迫が原油価格に持続的に上乗せされ、価格が 80 ドル前後の高値圏で推移する展開を想定する。

以上の前提に基くと、2026年のロシア政府の石油・ガス収入は、以下のように試算される。

#### ■ シナリオ別のロシア政府の石油・ガス収入の見込み（2026年）

	①当初見通し シナリオ	②短期終結 シナリオ	③長期化 シナリオ	ロシア政府 予算想定	単位
原油輸出価格	40.4	60.7	74.2	59.0	ドル/バレル
為替レート	80.0	80.0	80.0	92.2	ルーブル/ドル
石油ガス収入	4.4	7.8	9.9	8.9	兆ルーブル
棚ぼた収入（①との差）	—	+3.4	+5.6		兆ルーブル
予算想定比	-4.6	-1.1	+1.0		兆ルーブル

#### ① 当初予測：原油価格の低迷の影響は甚大で、4.6兆ルーブルの財源不足

本シナリオは、イラン攻撃が発生しなかった場合に想定されていた原油価格を基に、2026年初時点でロシア財政が直面していた下振れリスクを示すものである。

イラン攻撃前の価格見通しに基づけば、ロシアの原油輸出価格は予算前提を大きく下回る水準にとどまる。この場合、石油・ガス収入は予算想定を4.6兆ルーブル下回り、財政に大きな財源不足をもたらす計算となる。この下振れは、単なる原油価格の低迷に起因するものではない。制裁強化によるロシア産原油のディスカウント拡大、インド向け輸出の鈍化・生産減少が重なり、価格・数量の双方から石油・ガス収入を押し下げる構図であった。イラン危機がなかった場合、低い輸出価格とルーブル高の組み合わせにより、ロシア財政への下押し圧力は極めて大きかったと考えられる。

#### ② 短期終結シナリオ：ホルムズ危機が早期収束しても、大幅な財源不足は回避

これに対し、短期終結シナリオは、現時点ですでにロシアの財政に追加的に生じうる収入の下限に近いケースと位置づけられる。

3月以降の原油価格上昇は既に発生しており、その効果は4月以降の石油・ガス収入に反映される。また、仮にホルムズ海峡情勢が早期に沈静化したとしても、中東からの供給回復にはロジスティクスの正常化などに一定の期間を要するため、原油価格がイラン攻撃前の低価格軌道へすぐに戻ることはない。さらに、地政学リスク・プレミアムの残存、在庫再構築の需要、ロシア産原油のディスカウント縮小により、価格のベース水準も当初より高い位置に修正される。

このため、短期終結シナリオにおける原油輸出価格は、当初予測を大きく上回り、予算前提に近い水準まで回復する。一方で、予算想定より高いルーブル水準が税収を一部相殺するため、石油・ガス収入は予算想定を1.1兆ルーブル下回るにとどまる。それでも、当初予測シナリオに比べれば、3.4兆ルーブル（約7兆円）の上振れとなり、財源不足の懸念は、大幅に後退する。

#### ③ 長期化シナリオ：価格高騰が長引けば、収入は予算計画を上回る

一方、長期化シナリオは、ホルムズ海峡の通航制約が長期化し、国際原油価格が高止まりするケースを想定する。この場合、ロシア財政への押し上げ効果は、短期終結シナリオを上回る。3月以降の価格上昇が税収にラグを伴って反映されることに加え、年後半にかけても輸出価格が高水準に維持されるため、石油・ガス収入の上振れが累積していく。ウラル価格は年平均74.2ドル/バレルまで上昇する見通しとなる。

この場合、石油・ガス収入は 9.9 兆ルーブルとなり、予算想定（8.9 兆ルーブル）を 1 兆ルーブル上回る水準に達する。さらに、当初予測（イラン攻撃がなかった場合のベースライン）と比較すると、石油・ガス収入の上振れ、すなわち外部利益は 5.6 兆ルーブル（約 12 兆円）に達する。これは、米国が最後に承認した 2024 年度ウクライナ向け追加支援パッケージ（約 610 億ドル）の規模を上回る。

なお、為替レートは 3 シナリオ共通で 1 ドル=80 ルーブルと置いた。ロシア中銀の利下げスタンス、輸入回復に伴う外貨需要の増加、財政ルールに基づく介入方針の変更を踏まえ、足元の水準（1 ドル=70 ルーブル台半ば）からルーブル安方向で推移すると予測した。予算前提（92.2 ルーブル/ドル）と比較すれば保守的な仮定となっている。ルーブル安が進行した場合、税収は更に上振れる余地がある。

イラン危機以前、ロシアでは財政悪化を通じて停戦圧力が強まるシナリオが、わずかながら現実味を帯び始めていた。しかし、中東情勢の緊迫化に伴う原油高は、その圧力を大きく緩和した。財政面で一息ついたクレムリンにとって、現時点で現状を変える誘因は乏しい。ロシアの継戦能力は下支えされ、ウクライナ和平への道は一段と険しくなったといえる。