

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

ロシア経済の現状と課題

～外貨枯渇リスクは緩和。投資不足が将来の禍根に～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

森川 央

morikawa@iima.or.jp

要 旨

- 2014 年後半の原油価格低下と西側による経済制裁により、1-3 月期の実質成長率は前年比-1.9%と、2009 年 10-12 月期以来のマイナス成長となった。景気の不透明感、金融環境の悪化、経済制裁により企業マインドは悪化、ルーブルの急落とロシアが制裁として食品輸入を一部止めたことから、インフレ率は高騰している（5 月は前年比 15.8%）。
- 実体経済の悪化は続いているが、金融市場では悲観論が後退しており、最悪期は終わったという見方が広がっている。年初 50 ドルを割っていたウラル産原油価格は、60 ドル台（6/5）に回復している。年明け以降は、原油価格の持ち直し、輸入の大幅な減少（前年比 36.3%減、263 億ドル減）、対外返済予定額が小さいこと（1-3 月期は 366 億ドル、4-6 月期は 170 億ドル）で外貨需給が緩和、ルーブル相場も 1 ドル=50 ルーブル台に持ち直した。
- 金融市場の安定を受け、経済見通しも上方修正が出てきている。世界銀行は 4 月に 2015 年：-3.8%、2016 年：-0.3%と予測していたが、6 月に-2.7%、+0.7%へ引き上げた。しかし、原油価格が安定し緩やかな上昇が定着するかは、まだ予断を許さない。確かにシェール油田の稼働リグ数は減ったものの、世界の原油生産量は 1-3 月期まで増加しており減産効果は出ていない。
- よって、原油価格が今後低下するリスクも決して小さくないといえよう。2015 年はマイナス成長に陥り、マイナス幅は 3~5%になると考えられる。そして、2016 年もゼロ%近辺の低成長が続くと考えられる。原油価格が下振れする場合（2015

年の平均原油価格 45 ドル、16 年 50 ドル)、実質成長率は-4.6%、-1.0%となる。ルーブルへの下落圧力が強くなるため、資本流出が膨らみ 15 年の流出額は 14 年並みの 1300 億ドルになる。インフレ率も高まり 15 年は 18%に達する。

- 但し、外貨準備については、原油下振れシナリオでも 2015 年 471 億ドルの減少、16 年は差し引きゼロの予想となっており、3,000 億ドルの外貨準備を維持できる見通しになっている。不況が長期化することで国民の耐乏生活は長くなり、不満が大きくなるリスクは見過ごせないものの、短期的に外貨準備が枯渇するリスクは小さいとみていいだろう。
- 一方、米国を中心に、ロシアの外貨準備の流動性は見かけ以上に低下しており、流動性危機の可能性が高まっていることを懸念する声が上がっている。しかし、この見方はミスリーディングである。ロシア中銀は IMF のルールに従って外貨準備を発表しており、他国と定義は変わらない。
- 解除の見通しが立たない経済制裁は、長期間、ロシアの設備投資を損なう可能性がある。短期的な流動性への懸念は小さいロシアであるが、長期的な成長力低下が慢性疾患のようにロシアを苦しめることになるだろう。

本文

1. ロシア経済の現状

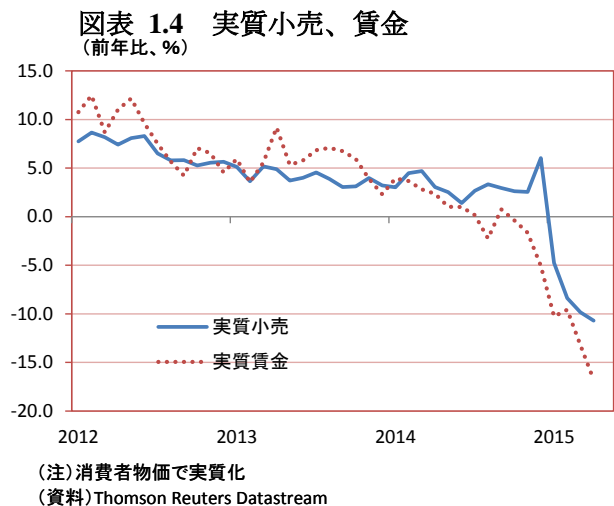
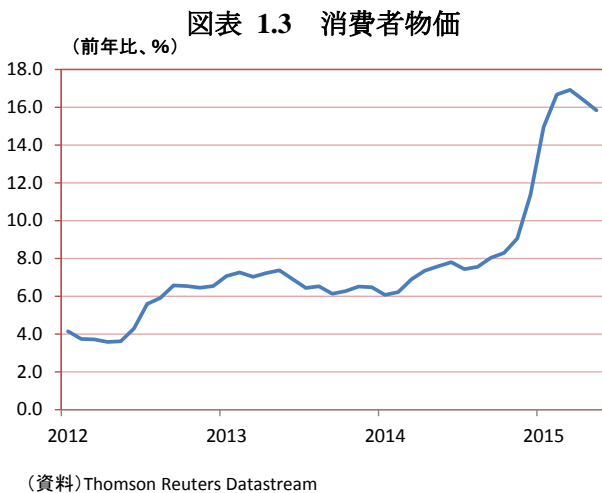
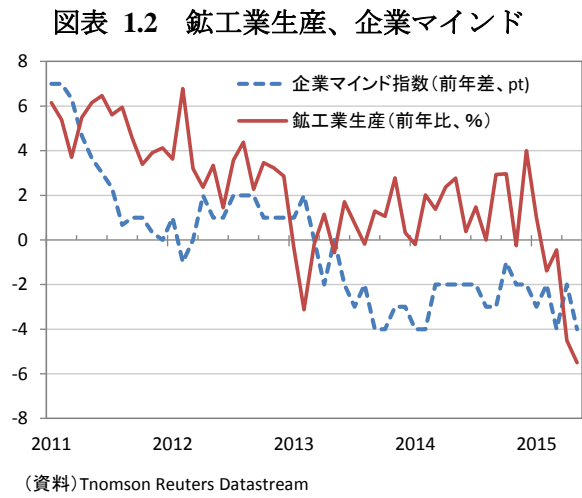
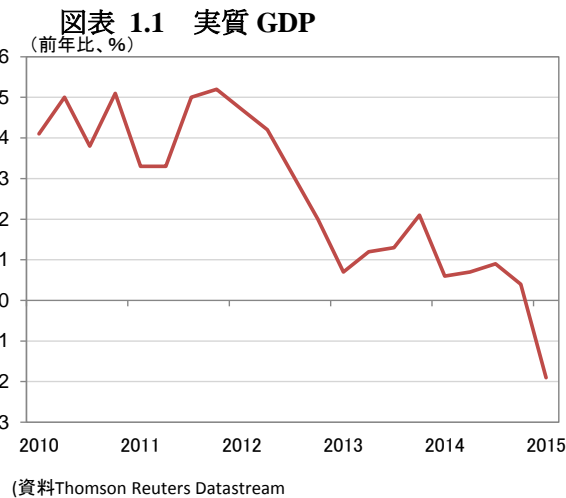
(1) 1-3 月期の実質成長率は前年比-1.9%に低下

2014 年後半の原油価格低下と西側による経済制裁により、1-3 月期の実質成長率は前年比-1.9%と、2009 年 10-12 月期以来のマイナス成長となった。景気の不透明感、金融環境の悪化、経済制裁により企業マインドは悪化しており、固定資本形成は前年比-3.9%と 7 四半期連続で前年割れとなった。4 月（速報）は前年比-4.8%と更にマイナス幅が拡大している。

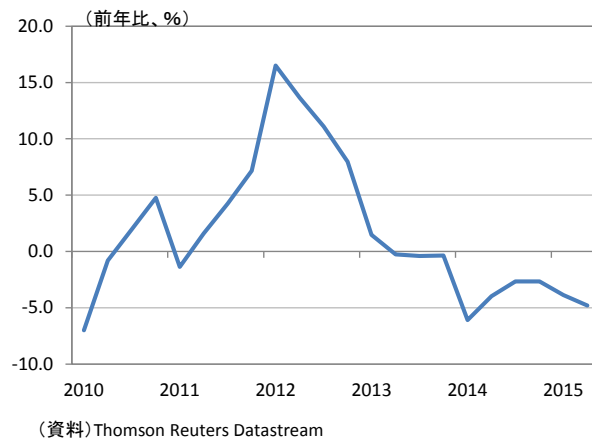
ルーブルの急落とロシアが制裁として食品輸入を一部止めたことから、インフレ率は高騰している。そのため購買力が低下し、実質の小売上高は前年比-10.8%に悪化している（4 月）。なお、消費者物価は 3 月に前年比 16.9%となったが、5 月は同 15.8%と上昇率がやや低下しピークアウトした兆しが出ている。

1-3 月期の輸出（名目）は前年比-29.6%であったが、輸入は更にマイナス幅が大きく同-36.3%になっている。ロシア経済は輸入の急減によって大幅なマイナス成長を免れている。

そして、足元でも景気の悪化は続いている。5 月の製造業 PMI は、前月を 1.3 ポイント下回り 47.6 となった。民間見通しでは、成長率も前年比-4.5%と予測されている。



図表 1.5 実質固定資本形成



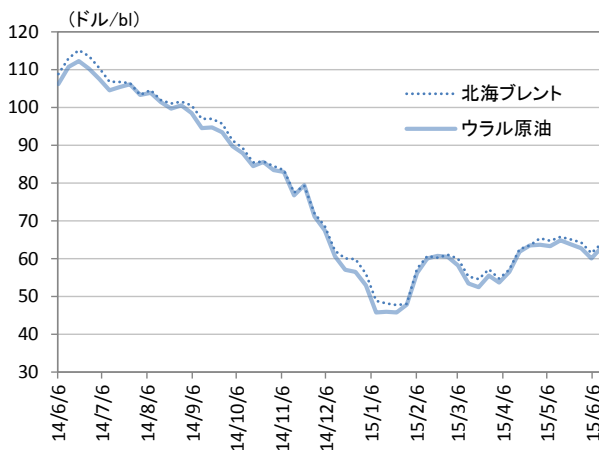
(2) 原油価格の回復で、金融市場の悲観論は後退

实体经济の悪化は続いているが、金融市場では悲観論が後退しており、最悪期は終わったという見方が広がっている。年初 50 ドルを割っていたウラル産原油価格は、60 ドル台 (6/5) に回復している。原油はロシアの輸出の 5 割を占める主力商品である。

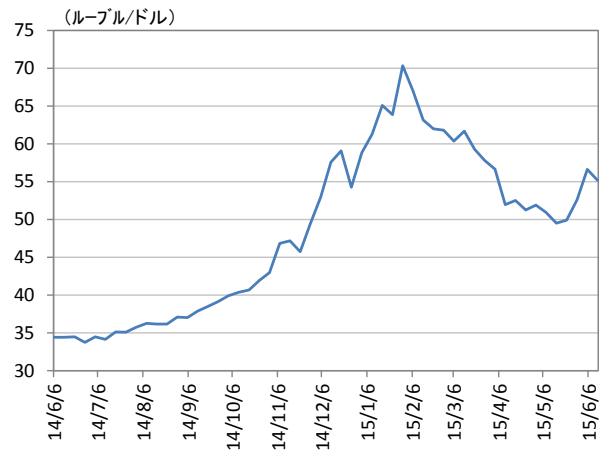
昨年 10-12 月期は、原油価格の急落に加え、対外債務の支払いの多い期であった。支払額は 600 億ドル強に上っていた。輸出が急減する中 (前年同期比 16.5%減、231 億ドル減) で金融制裁が重なったので、外貨需給がひっ迫、ルーブルの急落を招いた。

しかし年明け以降は、原油価格の持ち直し、輸入の大幅な減少 (前年比 36.3%減、263 億ドル減)、対外返済予定額が小さいこと (1-3 月期は 366 億ドル、4-6 月期は 170 億ドル) で、外貨需給が緩和、ルーブル相場も 1 ドル=50 ルーブル台に持ち直した。金利の大幅な引き上げにより、利鞘狙いのキャリートレードが増えたこともルーブル安定に貢献した。依然として民間資本の流出 (1-3 月期 326 億ドル) は続いているが (図表 1.9)、4 月以降は外貨準備の減少も止まっている。

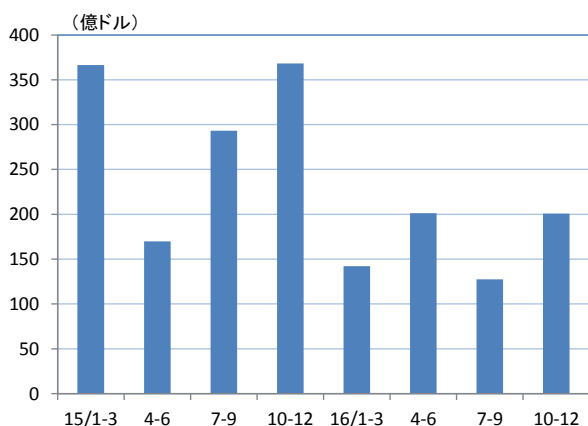
図表 1.6 原油価格



図表 1.7 為替レート (対ドル)

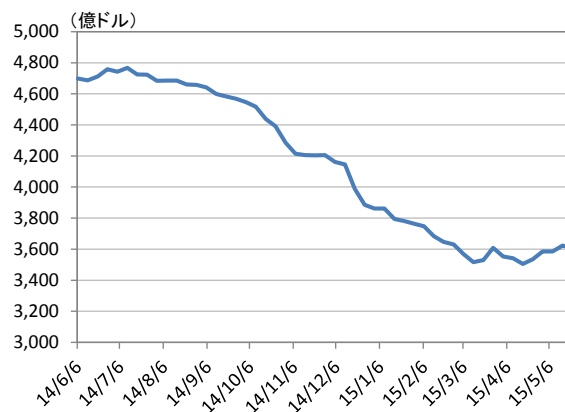


図表 1.8 対外負債返済予定



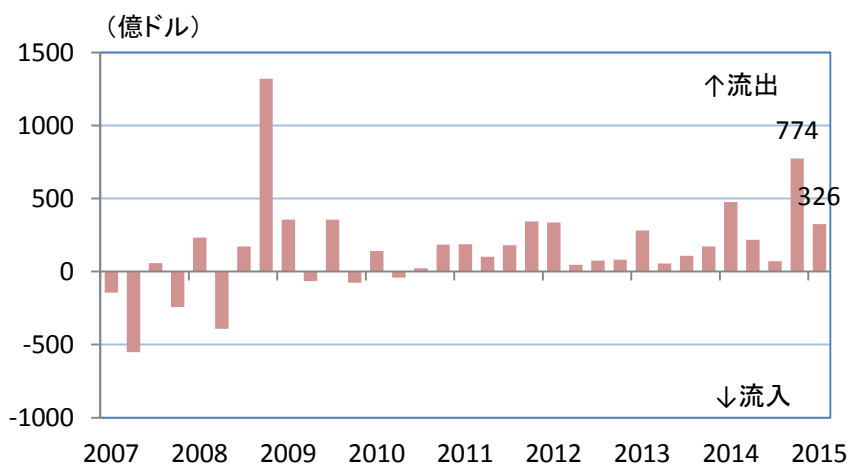
(資料)ロシア中央銀行

図表 1.9 外貨準備高



(資料) Thomson Reuters Datastream

図表 1.10 民間資本の流出入



(資料)ロシア中央銀行

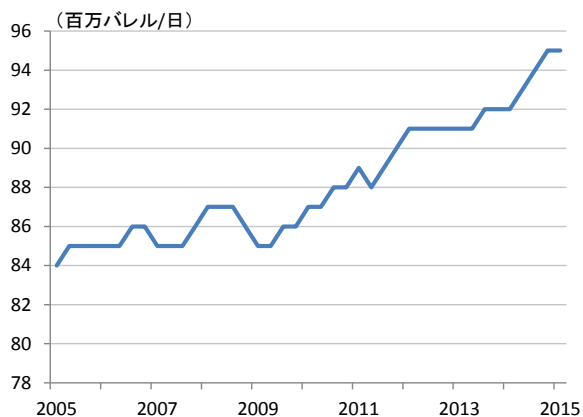
2. 原油価格見通しとロシア経済

(1) 足元で上方修正の動きも

金融市場の安定を受け、経済見通しも上方修正が出てきている。欧州復興開発銀行は、今年1月にはロシアの成長率を2015年-4.8%としていたが、4月には-4.5%に引き上げた。世界銀行は4月に2015年：-3.8%、2016年：-0.3%と予測していたが、6月に-2.7%、+0.7%へ引き上げた。前提となる原油価格を、2015年58ドル/bl（4月予測53.2ドル/bl）、2016年63.6ドル/bl（4月予測56.9ドル/bl）に引き上げたためである。

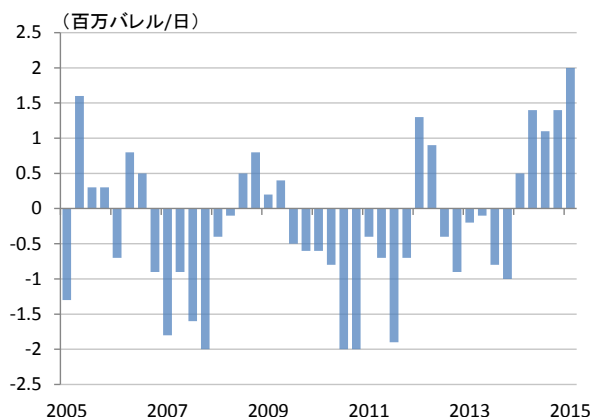
しかし、原油価格が安定し緩やかな上昇が定着するかは、まだ予断を許さない。確かにシェール油田の稼働リグ数は減ったものの、世界の原油生産量は1-3月期まで増加しており減産効果は出ていない。イラクの産油量が回復してきているうえ、イランへの制裁が解除されれば輸出も解禁される。世界的に在庫も5四半期連続で増加しており、原油需給が更に緩む兆しも見受けられるからである。

図表 2.1 世界の原油生産量



(資料) Thomson Reuters Datastream

図表 2.2 世界の原油在庫増減

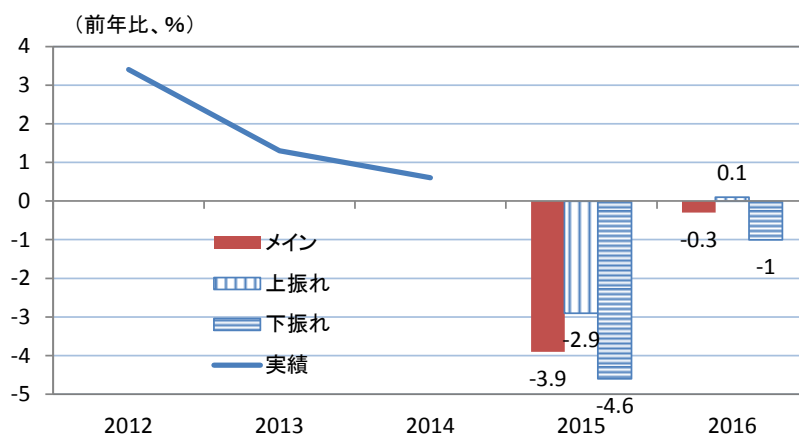


(資料) Thomson Reuters Datastream

(2) 世界銀行の3つのシナリオ

よって、原油価格が今後低下するリスクも決して小さくないといえよう。4月時点の世銀見通しでは、3つの原油価格見通しによるシナリオが提示されている。メインシナリオでは、2015年53.2ドル、2016年56.9ドル、上振れシナリオでは同65.5ドル、68.7ドル、下振れシナリオでは同45.0ドル、50.0ドルとなっている。

図表 2.3 世銀の成長率予想 (2015/4月)



(資料) 世界銀行

いずれのシナリオでも2015年はマイナス成長に陥り、マイナス幅は3~5%になると考えられる。そして、2016年もゼロ%近辺の低成長が続くと考えられる。原油価格は楽観シナリオでも70ドル以上になることはなく、西側の経済制裁は2016年中も続くと考えられるからだ。

インフレ率は少なくとも年内は高止まりする見通しである。政府は財政赤字削減のため公務員給与のインフレ・スライドを抑制しているため、実質賃金は大幅なマイナスとなっている。高金利と景気悪化から実質貸出も前年割れになっており、メインシナリオでは2015年の実質消費は、5.3%のマイナスになる見通しである。2016年も小幅マイナス成長がつづくだろう。

固定資本形成の不振は更に深刻である。景気の不透明感に加え制裁による金融ひっ迫、西側からの資本、技術移転の停止により、2015年の固定資本形成は、前年比15%程度の減少になるだろう。2016年には、ルーブル安が製造業の設備投資を刺激し4年ぶりにプラス成長になる可能性があるが、制裁と輸入資本財の高騰が抑制要因となるので、小幅の増加に留まるだろう。

図表 2.4 メインシナリオ

	2012	2013	2014	2015	2016
原油価格(ドル/bl)	105	104	97.6	53.2	56.9
実質GDP成長率(%)	3.4	1.3	0.6	-3.8	-0.3
消費増加率(%)	6.4	3.9	1.5	-5.3	-1.9
固定資本形成増加率(%)	3.0	-6.6	-5.7	-15.3	1.1
一般財政収支(GDP比、%)	0.4	-1.3	-1.2	-3.6	-3.1
経常収支(億ドル)	713	341	567	737	629
同(GDP比、%)	3.6	1.6	3.0	6	4.4
金融資本勘定収支(億ドル)	-323	-622	-1432	-1221	-600
同(GDP比、%)	-1.6	-3.0	-7.6	-10	-4.2
消費者物価上昇率(%)	5.1	6.8	7.7	16.5	8

(資料)世界銀行

次に、原油価格が下振れする場合のシナリオを検証しておく。世銀は2015年の平均原油価格を45ドルとし、16年を50ドルと置いている。この場合、実質成長率は-4.6%、-1.0%となる。ルーブルへの下落圧力が強くなるため、資本流出が膨らみ15年の流出額は14年並みの1300億ドルになる。インフレ率も高まり15年は18%に達する。15年は厳しい年となるが、16年は原油価格が多少持ち直すことで、成長率も-1.0%と小幅のマイナスに改善、資本流出も800億ドル程度に縮小する。

なお、原油価格上振れシナリオは図表 2.6 にまとめている。当然、もっとも回復は早い。

図表 2.5 原油価格下振れシナリオ

	2012	2013	2014	2015	2016
原油価格(ドル/bl)	105	104	97.6	45	50
実質GDP成長率(%)	3.4	1.3	0.6	-4.6	-1.0
消費増加率(%)	6.4	3.9	1.5	-6.6	-2.7
固定資本形成増加率(%)	3.0	-6.6	-5.7	-17.1	-0.4
一般財政収支(GDP比、%)	0.4	-1.3	-1.2	-4.5	-2.6
経常収支(億ドル)	713	341	567	831	797
同(GDP比、%)	3.6	1.6	3.0	7.1	5.8
金融資本勘定収支(億ドル)	-323	-622	-1432	-1302	-797
同(GDP比、%)	-1.6	-3.0	-7.6	-11.1	-5.8
消費者物価上昇率(%)	5.1	6.8	7.7	18	9

(資料)世界銀行

図表 2.6 原油価格上振れシナリオ

	2012	2013	2014	2015	2016
原油価格(ドル/bl)	105	104	97.6	65.5	68.7
実質GDP成長率(%)	3.4	1.3	0.6	-2.9	0.1
消費増加率(%)	6.4	3.9	1.5	-3	-0.6
固定資本形成増加率(%)	3.0	-6.6	-5.7	-10.8	1.8
一般財政収支(GDP比、%)	0.4	-1.3	-1.2	-2.8	-2.1
経常収支(億ドル)	713	341	567	617	540
同(GDP比、%)	3.6	1.6	3.0	4.5	3.5
金融資本勘定収支(億ドル)	-323	-622	-1432	-1055	-486
同(GDP比、%)	-1.6	-3.0	-7.6	-7.7	-3.1
消費者物価上昇率(%)	5.1	6.8	7.7	14	7

(資料)世界銀行

(3) 外貨準備の枯渇リスクは小さい

2014年3月末からの1年間で、ロシアの外貨準備高は1,297億ドル減少し、3,564億ドルになった。この間、経常収支は571億ドルの黒字であったが、民間資本は1,391億ドルが流出し、資本勘定も418億ドルの赤字であった。その結果、外貨準備は約1,300億ドル減少したのである。

メインシナリオでは、2015年の外貨準備は約480億ドルの減少が予想されている。¹ そして2016年は若干の増加(+29億ドル)となり、外貨準備は3,000億ドル強の残高を維持する模様である。

一方、原油下振れシナリオでも2015年471億ドルの減少、16年は差し引きゼロの予想となっており、3,000億ドルの外貨準備を維持できる見通しになっている。これは、輸出も減少するが、景気の悪化により輸入が更に減ることで経常収支が800億ドル前後に増えることから、資本流出も1300億ドルと大きいものの、外貨準備の取り崩しは500億ドル弱になるからである。そして、16年はやや原油価格が持ち直すことから、差し引きゼロとなる予想になっている。

不況が長期化することで国民の耐乏生活は長くなり、不満が大きくなるリスクは見過ごせないものの、短期的に外貨準備が枯渇するリスクは小さいとみていいだろう。²

図表 2.7 外貨準備高

(単位:億ドル)	2014/3末	2015/3末
外貨準備高	4,861	3,564
金	434	473
SDR等	130	104
その他	4,297	2,987
うちReserve Fund	875	757
うちNational Welfare Fund	650	529

(資料)ロシア中央銀行、財務省

(4) 「流動性 1500 億ドル」説の検証

一方、米国を中心に、ロシアの外貨準備の流動性は見かけ以上に低下しており、流動性危機の可能性が高まっていることを懸念する声が上がっている。例えばピーターソン研究

¹ 経常収支 737 億ドル－金融資本勘定収支 1221 億ドル＝－484 億ドル。

² 政府の定めた貧困線 (9,662 ルーブル/月、約 174 ドル) 以下で生活する貧困者は、2015年3月現在、前年から310万人増加し、全人口の15.9%、2,290万人になっている。

所は、中銀管轄の流動資産は2015年4月1日時点で1,590億ドルと推測している[7]。また国際金融協会（IIF）も、2つの国家ファンドが有する1,520億ドルについては財務省が管理する中銀の自由にはできない資産であり、しかも財政赤字のファイナンスに使われることが確実なので、これらを除くと流動性のある資産は1,400億ドル程度と推計している[5]。2014年の財輸入（3,080億ドル）の5.5か月分ではかなく、ロシアの対外債務5,600億ドル（2015年3月末）と比較しても小さい。

しかし、この見方はミスリーディングである。ロシア中銀はIMFのルールに従って外貨準備を発表しており、他国と定義は変わらない。

図表2.7のとおり、ロシアは金で473億ドル、SDR等IMF向け債権で104億ドル、その他流動資産（短期債や預金などで85%は債券）で2,987億ドルを保有している。誤解を受けているのは、その中に石油収入による国家ファンド（Reserve Fund, National Wealth Fund）が合計1,286億ドル含まれており、①これらを管理しているのが財務省であり中銀の自由にならない、②企業向け投資など非流動的投資を含んでいる、③National Wealth Fundは年金用資金で取り崩せない、④財政赤字の穴埋めに使われる、という解釈がなされているからである。

しかし、①については事実であるが、ルーブル相場が不安定化し介入の必要が出てくれば、財務省も介入に協力する。実際、2014年12月には財務省資金も介入資金として使われた例がある。

②については、National Wealth Fundの資産744億ドルのうち外貨準備にカウントされているのは中銀への預金529億ドルだけであり、その他に向けられている資金（215億ドル）は除外されている（図表2.8）。Reserve Fundは、全額が中央銀行に預託され外貨流動資産で運用されている。

③も①と同じ誤解である。④について、確かに財務省は2015年に入りReserve Fundから5,000億ルーブル（米ドル83億ドル相当）、National Wealth Fundから2,000億ルーブル（35億ドル）を引き出している。だが、この引き出した資金はルーブルであり、財務省は中銀に外貨資産を売り、取引の相手である中銀が外貨資産を獲得したわけである。つまり、外貨準備総額には影響しない取引である。

図表 2.8 National Wealth Fund の資産構成

(単位:億ドル)	2014/3末	2015/3末
中銀への預金	650	529
USD	246	214
EUR	331	252
GBP	73	63
国営開発銀行預金	133	96
RUB	63	33
USD	30	63
外国債券(ウクライナ債)	30	30
インフラ投資	-	31
民間銀行株式	-	48
民間銀行預金	-	22
合計	875	744

(資料)財務省

3. ロシア経済の課題～設備投資不振こそ問題

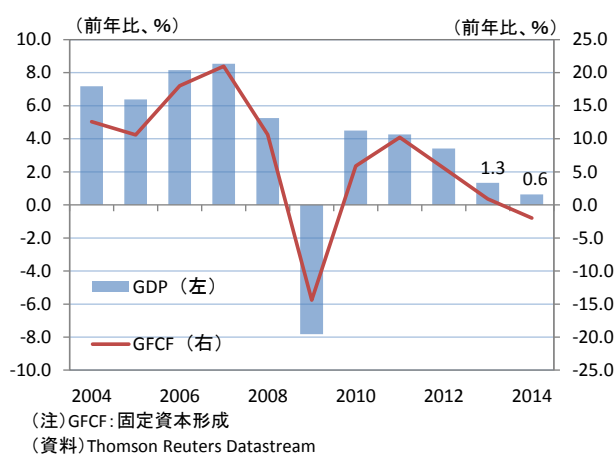
ロシア経済の低迷は2016年まで続く可能性が大きい。分厚い外貨準備に守られ、短期的には流動性危機を引き起こす可能性は小さい。原油価格が極端に低下し（例えば40ドル割れ）、その水準で長期間留まる場合を除き、やがてロシア経済は新しい均衡点を見つけ、回復に向かうことになるだろう。

しかし、原油価格の高騰期（スーパーサイクル）は一巡しており、資源頼みの高成長はもはや期待できない。ロシアの成長率低下は制裁前から始まっていたことを看過してはならない。そこに制裁が加わり、将来の成長の源泉である設備投資（固定資本形成）は既に2年近く減少が続いている。

過去の制裁例（例えば、南アフリカやイラン）を振り返ると、制裁が長期化すれば、世界経済とのリンクが薄れ、将来への不安から設備投資意欲が衰える。南アフリカでは、1980年代前半には26%だった設備投資比率（設備投資/GDP）が、後半には19%に低下した（制裁が強化されたのは80年代中期）。資本ストックの伸び率は、1980年には4%であったが、1985年以降は1%に低下し、農業、製造業、建設業ではストックは減少したのである。

解除の見通しが立たない経済制裁は、長期間、ロシアの設備投資を損なう可能性がある。短期的な流動性への懸念は小さいロシアであるが、長期的な成長力低下が慢性疾患のようにロシアを苦しめることになるだろう。

図表 3.1 実質 GDP、固定資本形成



1. <参考文献>

- [1] EBRD, “Regional Economic Prospects in EBRD Countries of Operations: May 2015”, 2015
- [2] Heli Simola, “Russia’s international reserves and oil funds”, BOFIT Policy Brief, 2015 No.4
- [3] Sergey Aleksashenko, “The ruble currency storm is over, but is the Russian economy ready for the next one?” May 18 2015
- [4] The World Bank, “Russia Economic Report”, No.33, April 2015
- [5] Institution of International Finance, “Russia: Recession Begins”, May 13, 2015
- [6] Center for European Reform, “Frozen: The politics and economics of sanctions against Russia”, March 2015
- [7] Anders Aslund, “Russia’s GDP: Likely to fall sharply in 2015”, Peterson Institute for International Economics, April 2015
- [8] 伊豆村房一、「プーチン政権の打開策を追う」国際金融 1272 号、H27.5.1

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください

Copyright 2015 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>