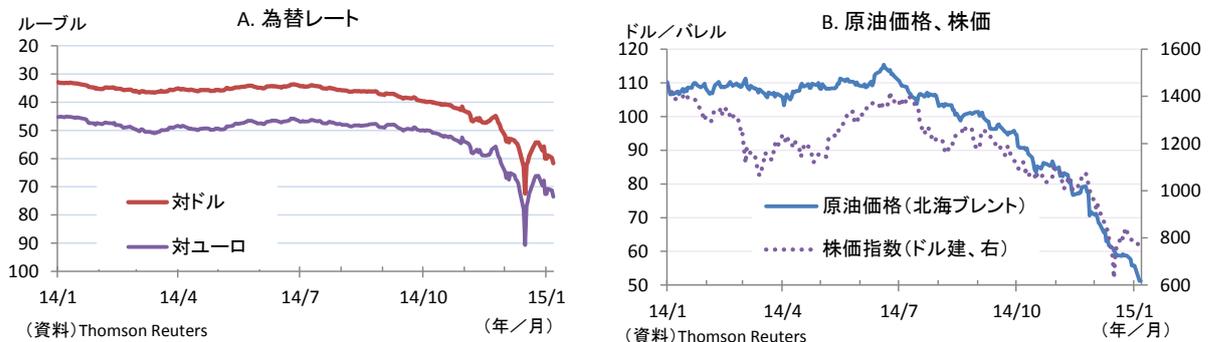


2015年ロシア経済の展望
～深刻化する不況はロシアに中長期的なダメージを残す～

経済調査部 上席研究員 森川 央
morikawa@iima.or.jp

原油価格低下と経済制裁から、ロシア経済の先行きに対し悲観的な見方が広がっている。ルーブルは2014年12月、1ドル=80ルーブルまで急落し、中央銀行は通貨防衛のため政策金利を17%に引き上げた¹。また、有力企業に外貨のルーブルへの両替を「指導」するソフトな資本規制も開始した。それらの効果で為替レートはやや落ち着きを取り戻したが、高金利は今後景気の重石になっていくことになる。そのため株価の反発は弱く、再び軟調である。そして、なによりも原油価格の反発が見えないことがロシアの先行き不透明感を高めている。

図表 1. ロシアの為替、株価と原油価格



2014年12月に発表された世界銀行の試算では、原油価格10ドルの下落はロシアの実質GDPを約1%低下させる。この試算に基づくと、2014年前半の原油価格（平均）は105ドル前後であったので、50ドル近辺の価格が続くとすると、2015年前半の実質GDPを5.5%押し下げることになる。2014年前半の成長率は0.8%だったので、2015年の成長率は-5%前後が発射台となる。

これに加えて、西側の金融制裁もロシア経済の制約になる。特に、主要銀行、企業が西側の金融市場へのアクセスを封じられていることのデメリットは大きい²。ロシア企業の社債発行残高をみると、2014年は197億ドルに留まっており、2013年（412億ド

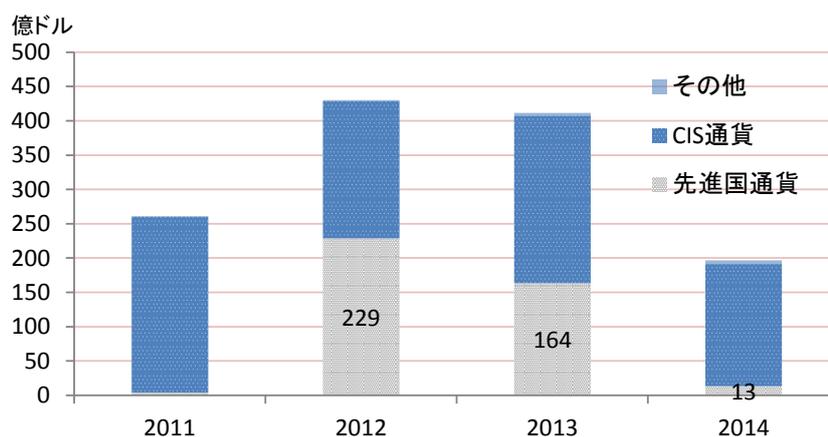
¹ 2015年1月30日に2%引き下げられ15%となった。

² 西側の経済制裁については、国際通貨研究所 Newsletter2014年第39号「経済制裁下のロシア経済～制裁と原油価格低下で設備投資への影響が深刻に」を参照されたい。

http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2014/NL2014No_39_j.pdf

ル)の半分以下に低下した。先進国通貨での起債に至っては164億ドル(2013年)から13億ドルに激減しており、金融制裁の効果の大きさを物語っている(図表2)。資金調達を封じられたロシア企業は投資中止を余儀なくされ、今後設備投資は大幅な減少となる可能性がある。設備投資の減少は所得(GDP)の大きなマイナス要因となっていくだろう。

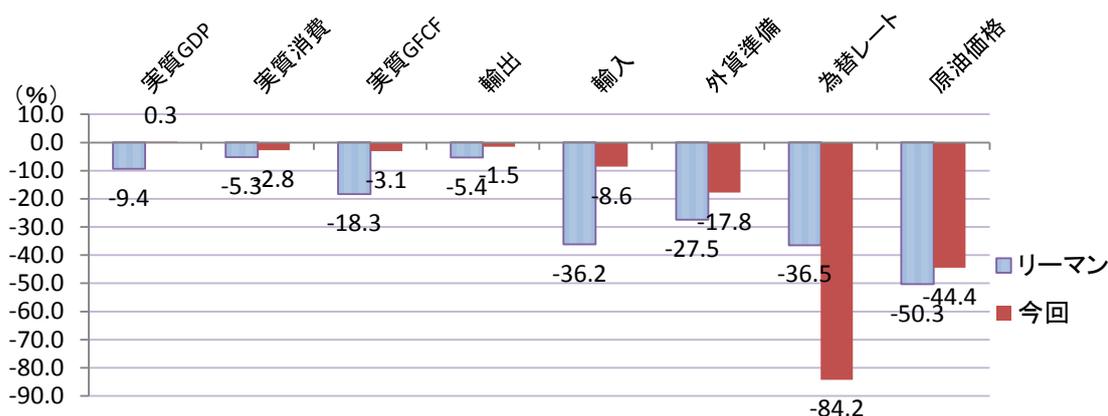
図表 2. ロシア企業の起債額 (残高ベース)



(注)CIS通貨はルーブルの他、ウズベキスタン、カザフスタンの通貨を含む。
(資料)Thomson Reuters

2015年を展望するには、リーマン・ショック後の悪化が「参照値」となるだろう。2008年4-6月期から2009年4-6月期への1年間で、実質成長率は9.4%低下した。2015年についても1桁後半(5-10%)の低下が起こる可能性があるだろう。

図表 3. リーマン・ショック時との比較



(注)リーマンは、2008年2Qから2009年2Qにかけての一年間の変化率。今回は、2013年4Qから2014年2Qにかけての変化を年率換算したもの。GFCFは粗固定資本形成の略。但し為替、外貨準備、原油価格は足元までの変化。
(資料)Thomson Reuters

しかし、2009年については、その後の回復も早かった。世界は揃って財政・金融政策で思い切った緩和策を採り、不況は短期間で終結した。今回の問題は、不況の「出口」

が見えてこないことである。制裁はロシアが停戦協定を順守しない限り、西側は継続する構えである。原油価格については、価格低下によりいずれは採算悪化、生産量の減少、価格回復が期待されるが、それがいつ実現されるかは見通せない。米国のシェールオイル生産コストは、一般に高いと考えられているが、産地によって大きく異なる。アリゾナ州パーミアン地区では70～90ドルとされるが、テキサス州イーグルフォードでは45～55ドル、カナダ国境に近いノースダコタ州バッケンでは60～75ドルと推計されている。60ドルは必ずしもシェールオイル生産採算割れとは言えないのである。

米国の稼働掘削設備（リグ）数を見ると、10月7日週の1,609をピークに、1月中旬には1,300台に低下してきたが、歴史的にみれば依然として高い水準である。原油価格がいつ反発し、またどの程度の上昇になるかを見通すことは、非常に難しい。

図表 4. 米国の石油掘削リグ



制裁と原油価格の低下は、ロシア経済の近代化にとって大きな障害となる。現実をみれば、ロシアは当面、エネルギー産業の外貨獲得能力に頼らざるを得ない。だが、ロシアの原油生産量は1,060万バレル/日（2014年）に達し過去最高を更新する見込みであるが、油田は老朽化しており生産量の伸びは鈍ってきている。増産には北極海での油田開発が必要だが、それには西側の資本と技術を必要としている。国際エネルギー機関によると、2035年までに約7,000億ドルの投資が必要であるという。しかし、制裁にはエネルギー産業も含まれており、長期的にロシアの石油ガス産業開発の弱体化を招く可能性が高い。

一方でロシアは、将来にわたって石油ガスだけで立国している規模ではない。石油ガスは重要だが、国家財政の90%以上を石油ガスに依存している湾岸諸国とは、人口、経済規模が決定的に違うからである。そのため、長期的には製造業など他産業の育成が課題だが、今回の経済制裁は製造業にとっても障害になっていく。

今回、軍用機材が禁輸対象に含まれたが、中には民生用にも転用できる dual-use の情報機器や電子製品が含まれており、禁輸は製造業の研究開発、設備投資にも悪影響を及ぼす。もちろん、長期金融の停止も設備投資の抑制要因である。

現在の状況が長期化することは、ロシアの当面の課題である石油産業の強化と、長期

的な課題である非エネルギー産業の育成の両面でマイナスが大きい。今回の制裁と原油価格低下は、ロシア経済の長期的な不振につながっていく可能性があることに留意すべきだろう。

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、宜しく願い申し上げます。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 Hongokucho 1-Chome, Chuo-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>