

# 欧米制裁から1年が経ったロシア 景気底打ちの兆候も、年内回復は期待薄

欧米調査部主任研究員

金野雄五

03-3591-1317

yugo.konno@mizuho-ri.co.jp

- ロシア経済は、個人消費の落ち込みを中心に急激な景気悪化に見舞われている。背景には、欧米による制裁発動や油価急落によって昨年後半に引き起こされたルーブルの急落がある
- 足元では個人消費を中心に景気底打ちの兆候がみられるものの、5月以降、原油価格が再び下落基調で推移していることなどから、年内の景気回復までは期待できそうにない
- 2016年については、欧米の制裁が解除される可能性がある一方で、原油安という逆風が強まる可能性もある。原油安基調が続く場合、2年連続でマイナス成長となる可能性が高まろう

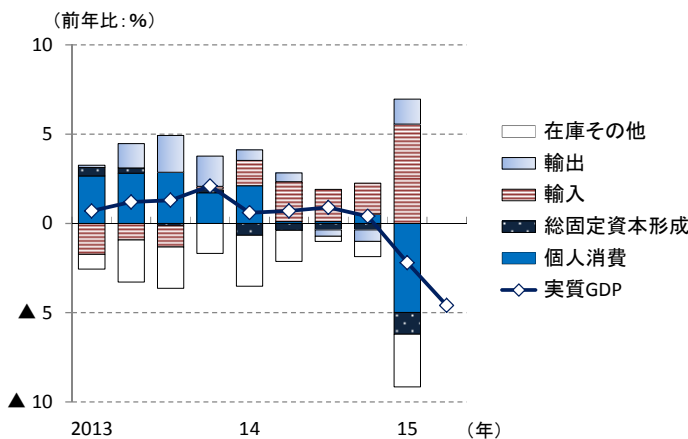
## 1. 景気の現状：個人消費を中心に内需の落ち込みが深刻

ロシア経済は2015年入り後、急激な景気悪化に見舞われている。14年10-12月期の成長率（実質GDP成長率：前年比）は辛うじてプラス圏内に留まったものの、15年1-3月期の成長率は▲2.2%とマイナスになり、さらに同年4-6月期の成長率は▲4.6%とマイナス幅が拡大した。

### (1) ルーブル下落が個人消費を直撃

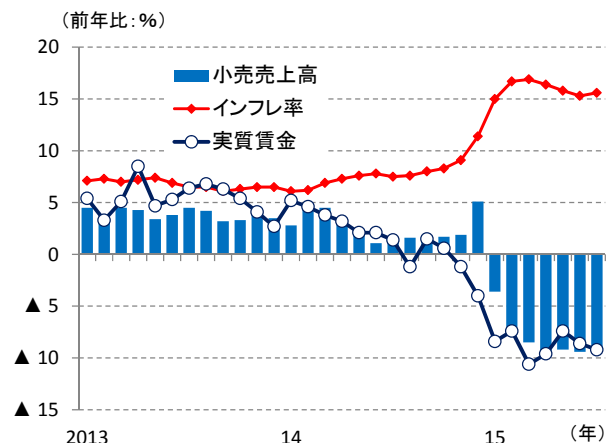
15年1-3月期の成長率の需要項目別寄与度をみると、内需、とくに個人消費のマイナス寄与度が大きい（図表1）。個人消費の減少は、インフレ率の上昇に伴う実質賃金の減少によるところが大きいと考えられる。インフレ率と実質賃金、小売売上高の推移をみると、まずインフレ率が14年末にかけて上昇したのに伴い、実質賃金が同年11月から前年比マイナスで推移するようになり、これに続いて小売

図表1 ロシアの実質GDP成長率



(出所) Rosstatより、みずほ総合研究所作成

図表2 小売売上高等の推移



(出所) Rosstatより、みずほ総合研究所作成

売上高も15年1月から急激な落ち込みをみせている（図表2）。欧米諸国による制裁の発動（14年8月）や原油価格の急落によって14年後半に引き起こされたルーブルの下落が、輸入物価を押し上げてインフレ率を上昇させ、それが実質賃金の減少を通じて個人消費を大きく押し下げたとみられる<sup>1</sup>。

足元では、15年5月頃から小売売上高の前年比マイナス幅の拡大が止まるなど、個人消費に底打ちの兆候がみられる。この要因としては、原油価格が15年1月末頃に下げ止まり、4月まで緩やかな上昇基調を辿ったことが大きい（図表3）。原油価格の上昇を背景に、ルーブル相場が緩やかな上昇に転じたことでインフレ率の上昇が止まり、それまでのルーブル下落→インフレ率上昇→実質賃金の減少→個人消費の減少、というサイクルに歯止めがかかったものと考えられる。

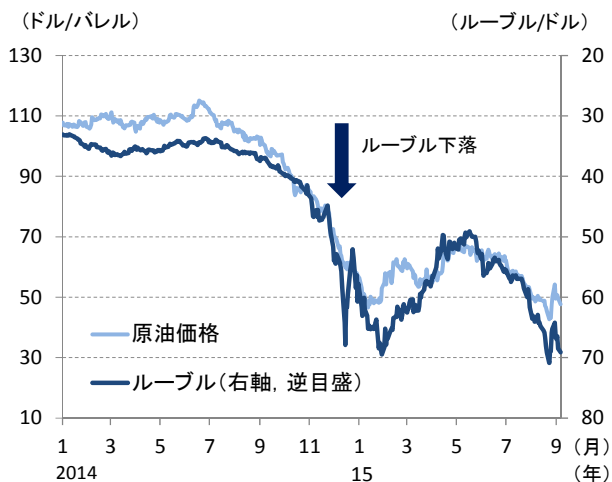
投資（総固定資本形成）の減少も著しい（図表4）。投資減少の要因としては、地政学リスク（ウクライナ危機）による先行き不透明感の高まりに加えて、ルーブル下落による企業の外貨建て対外債務の返済負担の増大や、輸入企業を中心とした収益悪化、銀行による企業向け新規貸出額が急減したことなどがある。

ロシアの銀行による企業向け新規貸出額は、すでに14年4-6月期から増加ペースが鈍化していたが、15年1-3月期には前年比20%を超える大幅な減少となった。銀行による新規貸出額の急減には、欧米の制裁によって海外からの資金調達が難しくなったことに加え、14年12月にロシア中銀がルーブル防衛を目的に実施した緊急利上げ（1週間物レポレート最低金利：10.5%→17.0%）が大きく影響したとみられる。15年4-6月期も銀行新規貸出額の前年割れが続いたが、そのマイナス幅は縮小している。これには、ロシア中銀が緊急利上げ後に実施した段階的な利下げ（詳細は後述）が影響したとみられる。

## （2）輸入は大幅減も、輸入代替効果は限定的

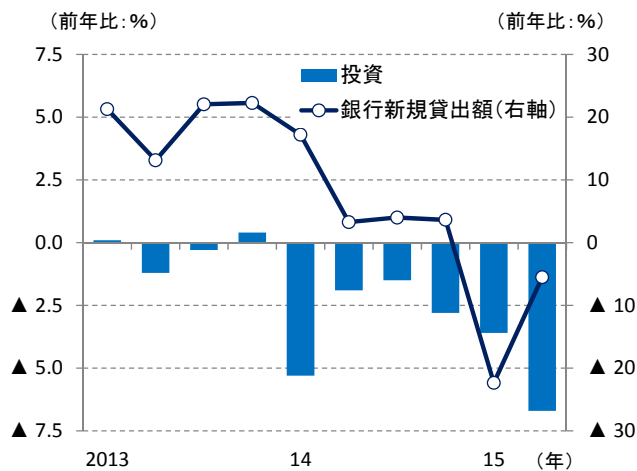
15年1-3月期の内需の成長寄与度が大幅なマイナスとなった一方で、外需の寄与度は大幅なプラスとなった。外需のプラス寄与度は、輸出の増加と輸入の減少の双方によるものだが、とりわけ輸入の減少によるところが大きい。15年1-3月期の輸入は、数量ベースで前年比25%もの大幅減となった。14

図表3 原油価格とルーブル相場



（注）原油価格はブレント。  
（出所）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表4 投資と銀行新規貸出額



（出所）CBRより、みずほ総合研究所作成

後半におけるルーブルの下落や、欧米諸国の制裁に対するロシアの報復措置（欧米からの農畜産物の輸入禁止）が、その原因であったと考えられる。

他方、ルーブルの下落により期待された輸入代替効果は、これまでのところ限定的なものに留まっている。輸入代替効果とは、自国通貨の為替レート下落によって輸入が減少する一方で、国内市場において国産品が輸入品に対する価格競争力を取り戻し、国内生産が活発化する効果である。ロシアでは過去、ルーブルの対ドル相場（年平均）が前年比約60%の下落となった1999年に、輸入代替効果が製造業の幅広い業種で現われ、製造業生産が前年比13%近く増加した経緯がある。しかし今回は、2015年1-6月期の生産が前年比で増加した製造業業種は、全13業種中で3業種（食品加工、化学、石油精製）に留まり、製造業全体の生産も前年比▲4.5%と減少している。

このように1999年と2015年とで輸入代替効果の現われ方が大きく異なっている背景には、設備稼働率の違いがある（図表5）。1999年には、製造業の設備稼働率がロシア史上ほぼ最低の水準にあったため、ルーブル下落による価格競争力の回復を受けて、ロシア企業は即座に生産を増やすことが可能であった。しかし今回のルーブル下落局面では、設備稼働率が概して高止まりした状態であったため、設備投資による生産能力の増強なしには増産が難しい状況にある。

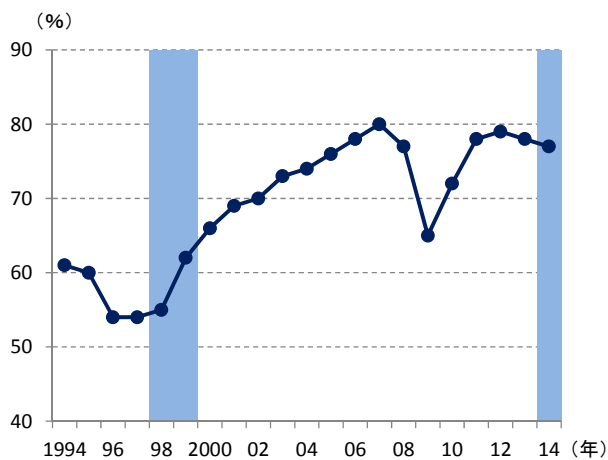
## 2. 金融・財政政策および対外債務の動向

### （1）金融政策：段階的に利下げ実施も、さらなる利下げ余地は狭まる

ロシア中銀の金融政策会合は、2014年12月の緊急利上げ後、5会合連続で利下げを決定しており、5度目の利下げ（7月31日決定、8月3日より実施）では、政策金利が緊急利上げ直前の水準（10.5%）をわずかに上回る11.0%にまで引き下げられた（図表6）。原油価格や為替レートの状況からすると、今後の追加利下げの余地は狭まっていると考えられる。

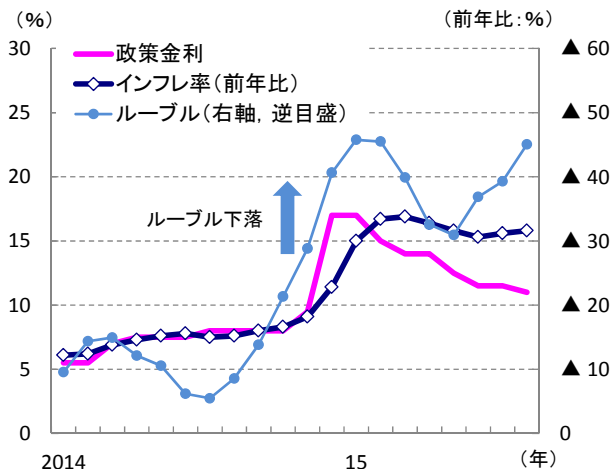
図表3でも示されるように、ルーブルの対ドル相場は、原油価格との連動性がきわめて高い。このため、原油価格が15年1月末に下げ止まり、4月まで緩やかな上昇基調を辿ると、それと軌を一にしてル

図表5 設備稼働率の推移



(注) 1. 鉱工業企業約900社に対するアンケート調査による。  
2. シャド一部分はルーブル下落局面。  
(出所) IMEMO (2015) より、みずほ総合研究所作成

図表6 政策金利等の推移



(出所) CBRより、みずほ総合研究所作成

ーブルの対ドル相場も上昇してきた。ロシア中銀が15年2月以降、5度にわたって利下げを実施できたのは、原油価格が上昇に転じ、それに伴いルーブル相場が安定したことで、インフレ率の上昇に歯止めがかかる見通しがついたことが大きいとみられる。

しかし、15年5月以降、原油価格が再び下落基調に転じたのに伴い、ルーブル相場も再び下落している。ロシア中銀は、直近の金融政策会合（9月11日）において、「景気悪化リスクが存続する一方で、インフレ・リスクが高まっている」として、14年12月の緊急利上げ後、初めて、政策金利を据え置くことを決定した。足元の原油安基調は、中国など新興国における経済成長率の鈍化を背景に、当面続くとみられることから、ルーブル安の進行によるインフレ・リスクの高まりも続くと予想される。こうした状況下、ロシア中銀による追加利下げの余地は、かなり狭まっていると考えられる。

## （２）財政政策：歳出削減に加え、経済危機対策に遅れ

15年の連邦予算は、14年後半に原油価格が急落する前に策定された経済予測に基づいていたため、その後の油価急落に伴い、多額の歳入不足が発生することが避けられない状況となった。このため、本年に入ってから連邦予算の修正が進められ、4月20日付で15年の修正予算が成立した。修正予算は、当初予算と比べて歳入額を2兆5,400億ルーブル下方修正するとともに、歳出額も2,700億ルーブル削減する内容となっている（図表7）。15年修正予算を14年予算実績と比べると、債務費（政府債務の元利金の支払い）を除く歳出額は、14年予算のGDP比20.2%から、15年修正予算では同20.0%へと縮小しており、歳出削減による景気下押しが懸念される。

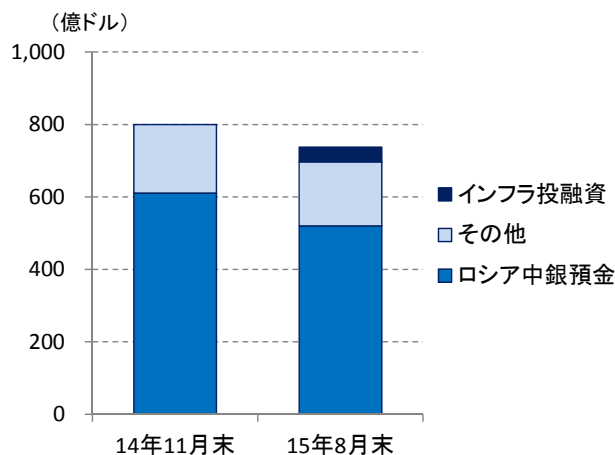
さらに、ロシア政府による経済危機対策にも遅れがみられる。ロシア政府による危機対策において中心的な役割を担うと期待されるのが、過去の財政余剰を蓄えた「国民福祉基金」を用いたインフラ建設プロジェクトの実施である。これは、同基金の残高（15年8月末時点で約4兆9,000億ルーブル＝約740億ドル、2014年GDP比7%に相当）のうち、最大1兆7,400億ルーブル（260億ドル相当）までを、ロシア政府が承認するインフラ建設プロジェクトへの投融資に充てるという計画だ。しかし、実際にこ

図表7 2015年連邦予算の概要

(10 億ルーブル)	2014 年	2015 年		
	実績	当初予算	修正予算	変化
歳入	14,497	15,082	12,540	▲2,542
[GDP 比: %]	[20.3]	[19.6]	[17.1]	[▲2.5]
石油ガス収入	7,434	7,712	5,687	▲2,025
[GDP 比: %]	[10.4]	[10.0]	[7.8]	[▲2.2]
歳出	14,831	15,483	15,215	▲268
[GDP 比: %]	[20.8]	[20.1]	[20.8]	[+0.7]
債務費を除く歳出	14,415	15,034	14,630	▲404
[GDP 比: %]	[20.2]	[19.5]	[20.0]	[+0.5]
収支	▲334	▲431	▲2,675	▲2,244
[GDP 比: %]	[▲0.5]	[▲0.6]	[▲3.7]	[▲3.1]

(出所) EEGより、みずほ総合研究所作成

図表8 国民福祉基金の運用先別残高



(注) 金額は米ドル換算額。実際には、ルーブル、米ドル、ユーロ、英ポンド建て資産によって運用されている。  
(出所) Minfinより、みずほ総合研究所作成

れまでに同基金からインフラ建設プロジェクトに対して行われた投融資額は約3,600億ルーブル（54億ドル相当）と、上限額の約2割にとどまっている（図表8）。この金額は、前述の15年連邦予算の修正による歳出削減額（約2,700億ルーブル）をわずかに上回る程度に過ぎず、これまでのところ、国民福祉基金を用いたインフラ建設プロジェクトが経済危機対策としての役割を十分に果たしていないことを示している。

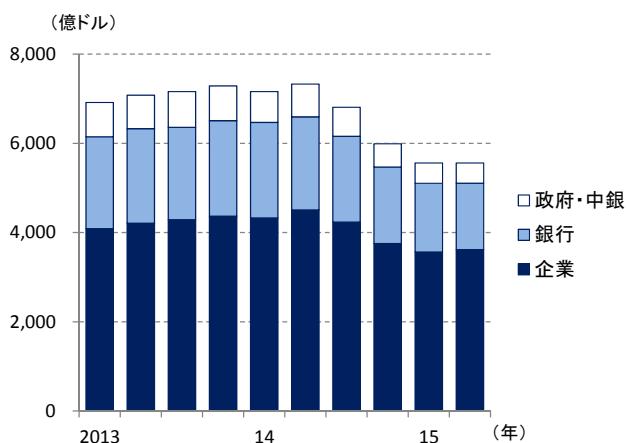
### （3）対外債務の動向：債務残高減少の一方で外貨準備高は相対的に安定

対外債務残高は減少している。ロシア中銀が公表している対外債務残高統計によると、14年7月-15年3月の9カ月間で、ロシア全体の対外債務残高は2割超、金額にして約1,800億ドル減少しており、なかでも民間部門（銀行・企業）の債務が約1,500億ドル減少している（図表9）。このように民間部門を中心に対外債務残高が著しく減少した要因としては、民間部門による対外債務の返済が進んだことに加えて、ルーブルの下落によるルーブル建て債務残高の評価替えによるところも大きかったと考えられる。

ロシアの民間部門による対外債務の返済動向については、国際収支統計から読み解くことができる。同統計によると、14年7月-15年3月の9カ月間における民間部門からの資本の純流出額は1,200億ドルを超えており、その内訳は、対外資産の増加による資本流出が約400億ドル、対外負債の減少による資本流出が約800億ドルとなっている。このうち、対外債務の返済を表しているとみられるのが、対外負債の減少（約800億ドル）である。対外負債の減少は、例えば海外からの借入れに関して、新たな借入額を上回る金額の返済が行われたことを示している。ロシアの場合、欧米諸国による制裁の影響で海外からの新たな借入れが難しくなる一方で、民間部門による既往対外債務の返済が進んだ結果、対外負債の減少による資本流出が生じたと考えられる。

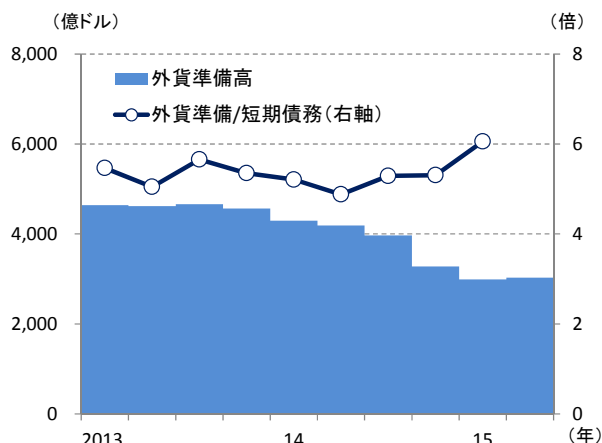
14年7月-15年3月における民間部門の対外債務残高の減少額（約1,500億ドル）は、上記の対外負債の減少額（約800億ドル）を大きく上回っているが、この差額は、主にルーブル建て対外債務残高の評

図表9 対外債務残高の推移



(出所) CBRより、みずほ総合研究所作成

図表10 外貨準備高の推移



(注) 1. 外貨準備高は、金、SDR、IMFリザーブポジションを含まない。  
2. 短期債務は、公的および民間部門合計の短期対外債務残高。  
(出所) CBRより、みずほ総合研究所作成

価替えによるものとみられる。14年6月末時点の民間対外債務残高（約6,600億ドル）のうち、約4分の1はルーブル建てであったため、その後、ルーブルの対ドル相場が大幅に下落したのに伴い、ルーブル建て対外債務残高のドル換算額も大幅に減少したとみられる。

外貨準備高は、14年末にかけて行われた大規模な為替介入（外貨売り）等により、14年7月-15年3月の9カ月間で30%近く、金額にして1,200億ドル近く減少した（図表10）。一方で、対外債務の返済能力を示す指標である、短期対外債務残高に対する外貨準備高の比率は、同期間中にわずかながら改善している。外貨準備高の減少を上回る短期対外債務残高の減少が生じたことがわかる。

#### 4. 今後の展望：注目される「ミンスク合意」と原油安の行方

ロシア経済の行方を展望すると、本年5月以降の原油価格とルーブルの再下落の影響により、年内の景気回復は期待できそうにない。

個人消費については、足元では底打ちの兆候がみられるものの、先行きは厳しい。5月以降の原油価格とルーブルの再下落を背景に、7月以降、インフレ率がわずかながら上昇している。この傾向が続けば、個人消費は冷え込む可能性がある。

投資が回復に向かう可能性も低い。欧米諸国による制裁が年内に解除される可能性はきわめて低く<sup>2</sup>、また、ロシア中銀による追加利下げの余地も狭まっていることから、銀行の新規貸出額の前年割れは続くだろう。国民福祉基金によるインフラ建設プロジェクトについても、引き続き実施の遅れが予想される。

ロシア政府は本年5月に発表した経済見通しにおいて、15年の実質GDP成長率を▲2.8%と予測している（図表11）。年末にかけて景気が一段と悪化した場合、実際の成長率は政府予測をさらに大きく下回る可能性がある。

16年のロシア経済を展望する上では、15年の景気悪化をもたらした2つの主要因、すなわち欧米諸国による制裁と原油安の行方が重要となる。

欧米諸国の制裁については、15年2月に成立したウクライナ東部をめぐる2度目の和平合意（1度目は14年9月）、いわゆるミンスク合意が、本年末までに実現されるかどうかを鍵を握る。「本年末まで」がポイントとなるのは、この和平合意の内容が、ウクライナ政府軍と親露派武装勢力の双方に対して停戦を求めるとともに、ウクライナ政府に対して、15年末までに東部の「分権化」を骨子とする憲法改正を行うよう求めているからだ。このため、15年末までにミンスク合意が実現されれば、まずは欧州が、現在の対ロ制裁の実施期限である16年1月末をもって制裁の解除に踏み切り、続いて米国も制裁解除に動く可能性がある。こ

図表 11 ロシアの成長率等の見通し

		2014 実績	2015 予測	2016 予測
実質 GDP 成長率 (%)	IMF	+0.6	▲3.4	+0.2
	コンセンサス・フォーキャスト		▲3.6	+0.3
	ロシア政府		▲2.8	+2.3
インフレ率 (%)	IMF	+11.4	+12.0	+8.0
	コンセンサス・フォーキャスト		+12.3	+7.1
	ロシア政府		+11.9	+7.0
為替レート (年平均: ルーブル/ドル)	ロシア政府	38.0	60.0	56.8

(注) IMFは15年7月(インフレ率は同年4月)、コンセンサス・フォーキャストは15年8月、ロシア政府は15年5月時点の見通し。

(出所) IMF、コンセンサス・エコノミクス、Minecon(2015)より、みずほ総合研究所作成



の場合、海外からの資本流入の回復により、ロシア経済が16年にプラス成長に転じる可能性が生まれよう。

一方で、原油安という、ロシア経済にとっての逆風が強まる可能性は高まっている。新興国経済の成長鈍化という足元の原油安要因に加えて、今後、一段の原油安要因となりそうなのが、15年7月のイラン核問題をめぐる欧米等6カ国とイランの最終合意である。今後イランが最終合意を順守して核開発を大幅に制限し、それを受けて欧米諸国が対イラン制裁を解除すれば、イラン産原油が再び国際石油市場に出てくることになる。そうなれば、原油価格は5～15ドル/バレル押し下げられると予想する向きもある。これらの要因により原油安基調が16年も続くとなると、ロシア経済は15年に続き16年もマイナス成長となる可能性が高まろう。

#### 【参考文献】

<ウェブサイト情報>

CBR (ロシア中央銀行) [<http://www.cbr.ru>].

Minfin (ロシア財務省) [<http://www.minfin.ru/ru/>].

Rosstat (ロシア国家統計庁) [<http://www.gks.ru>].

<レポート類>

金野雄五 (2014) 「制裁長期化により景気後退リスクが高まるロシア経済」『みずほインサイト』9月22日  
[<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/eu140922.pdf>].

EEG (Economic Expert Group) *Obzor ekonomicheskikh pokazatelei*, various issues [<http://www.eeg.ru/>].

IMEMO (Russian Academy of Sciences, Institute of World Economy and International Relations) (2015)  
*The Russian Economic Barometer, No. 2* [[http://www.imemo.ru/files/File/magazines/REB\\_kvartal/2015/2015\\_02\\_reb\\_kvartal\\_ru.pdf](http://www.imemo.ru/files/File/magazines/REB_kvartal/2015/2015_02_reb_kvartal_ru.pdf)].

Minecon (ロシア経済発展省) (2015) *Stsenarnye usloviia, osnovnye parametry prognoza sotsial'no-ekonomicheskogo razvitiia Rossiiskoi Federatsii i predel'nye urovni tsen (tarifov) na uslugi kompanii infrastruktornogo sektora na 2016 god i na planovyi period 2017 i 2018 godov*  
[<http://economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/201505272>].

---

<sup>1</sup> 2014年8月に欧米諸国が発動した対ロシア制裁と、それに対するロシアの報復措置の詳細については、金野 (2014) 参照。

<sup>2</sup> 欧州理事会は2015年6月下旬、当初1年間としていた対露制裁の実施期間を半年間 (16年1月末まで)、延長することを決定した。また、米国は同年7月末に制裁対象となる銀行・企業のリストを拡大した。