



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～

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7月から米欧による対露経済制裁が強化され、ロシアはトリプル安（株安、債券安、通貨安）に見舞われている。ダメージを大きくしているのは金融規制である。ロシアの国営銀行、エネルギー関連企業、兵器産業は、事実上、国際金融市場にアクセス不能になっており、外貨の資金繰りが悪化しているからである。ロシア資本の資本逃避も増加しており、上期だけで746億ドルの資本逃避があった。
- 2016年3月までの資本流出は、5,600～6,000億ドルに達すると想定しておくべきであろう。それに対し、4,500億ドルの外貨準備をはじめ約6,780億ドルの返済原資があると推定される。国が全面的に企業の資金繰りをサポートする前提に立てば、短期的には通貨危機発生リスクは小さいと評価できよう。
- ただ制裁が続く限り、今後外貨が減少していく方向であることは間違いない。そのためルーブルの下落予想に歯止めをかけるのは容易ではない。
- ロシア企業は、固定資本投資の原資を海外資本に頼っている面が強い。しかし、直接投資を含め、今年上半期の投資受入額は172億ドルに過ぎない。前年上期と比較すると84%減である。単純にその効果を試算すると、今年の固定資本投資に-25ポイントの押し下げ効果が働くことになる。2015年にかけて、ロシア経済は大きなマイナス成長に陥るリスクも想定しておく必要がある。

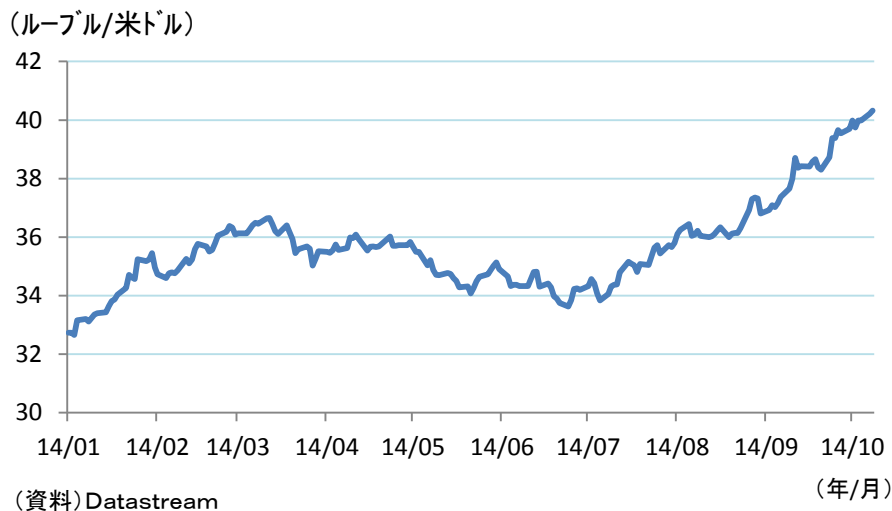
本文

1. 制裁強化により、金融環境は悪化

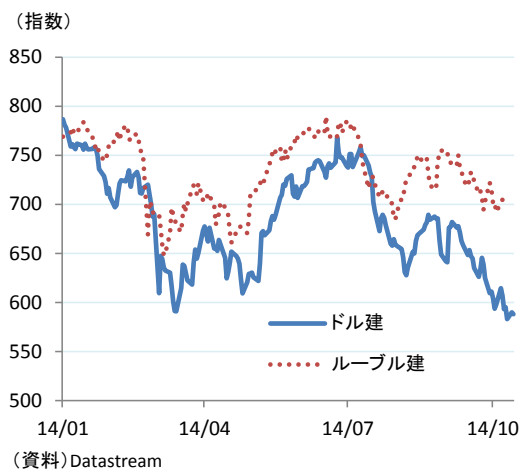
欧州連合（EU）はロシアとの経済的つながりが深いため制裁には慎重だったが、2014年7月17日のマレーシア機撃墜事件後、EUも7月末に制裁強化を発表した。これにより、従来の個人や一部の個別企業への制裁から、金融・石油開発・兵器のセクター全体に及ぶ段階に入った。これに対し、ロシアも西側からの一部の農産物輸入を禁止する対抗措置を開始した（8月6日）。その後も欧米は制裁を追加し、報復の応酬となっている¹。

こうした情勢の下、ロシアでは通貨安・株安・債券安のトリプル安になっている。ルーブルの対ドル相場は1ドル=40ルーブル台へと、年初来23%の下落となっている。株価（ドル建て）は同25%下落、債券利回り（2年国債）は6.2%から9.8%へと上昇している（価格は下落）。

図表 1. ルーブルの対ドルレート



図表 2. 株価の動き



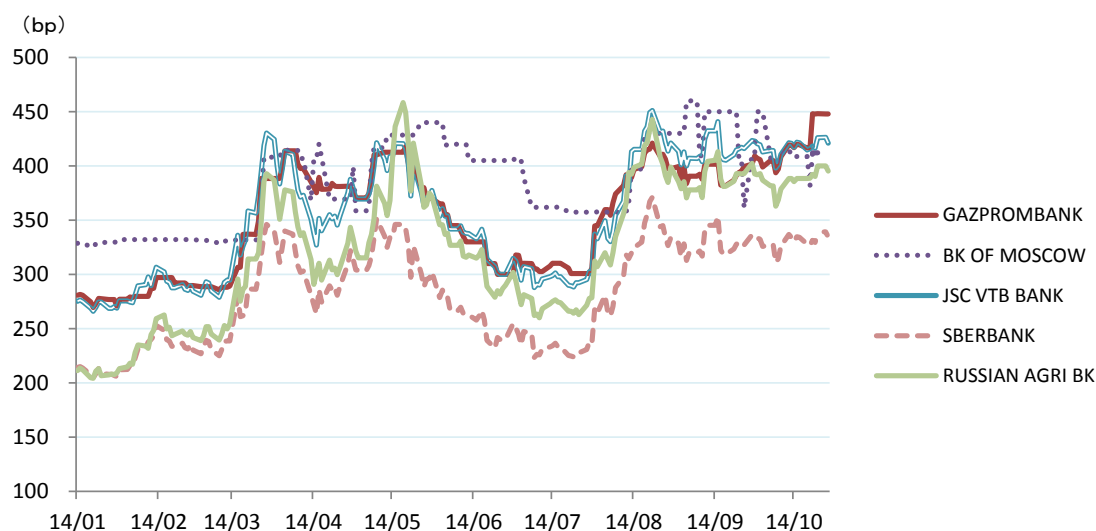
図表 3. 2年国債利回りの動き



¹ 制裁の詳細については、巻末の図表 17.欧米の対露制裁リストを参照のこと。

そして、制裁を科された銀行のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）レートも上昇している（5年、シニア債）。銀行のCDSレートは一旦低下していたが、7月を底に再び上昇、年初来高値付近に戻ってきている。

図表 4. 主要銀行の CDS レート



(資料) Datastream

2. 流動性低下の懸念

(1) 制裁強化後、起債、ローン市場が停止状態

プライス面への影響のほかに、量的な面での影響が表れている。金融ニュースによると、7月に外貨（米ドル、ユーロ、スイスフラン）で融資を受けたロシア企業は皆無であった。1カ月の実績ゼロという事態は過去5年間なかったことで、欧米の銀行がロシア向け融資を自主規制していることを表しているという²。

また、2013年に472億ドルあったロシア企業のシンジケート・ローンは急減しており、2014年3月以降7月までの実績は2件16億ドルに留まっている。欧米銀行は今後の制裁拡大を懸念しており、部門に関わらずロシア企業との取引を自粛している様子が見え始める³。

こうした状況の中、最大の石油会社ロスネフチが450億ドルの債務で借り換えできず、政府に支援を要請するというニュースが流れた⁴。

個人預金にも動きがみられる。今年に入り、個人預金の伸びが大きく鈍化してきた。ル

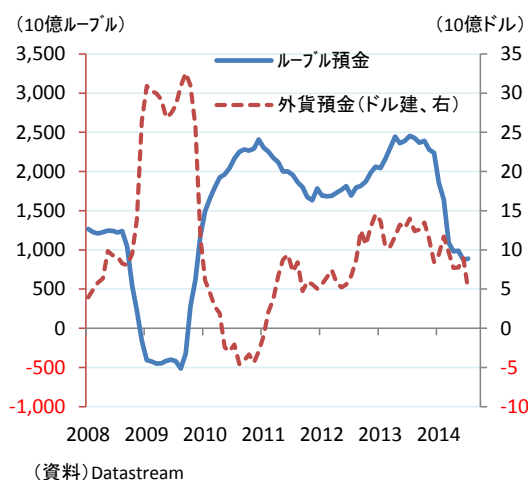
² 「Putin Sanctions Drive Away Banks as Loans Dry Up: Russia Credit」 2014/8/4、ブルームバーグ

³ 「Battling sanctions freeze, European banks try to keep Russian clients」 2014/8/7、ロイター

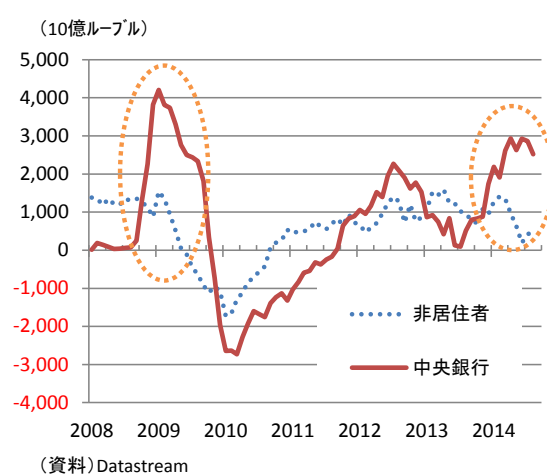
⁴ 「Hit by US sanctions, Rosneft pleads for debt relief」 2014/8/14、AFP

ーブル預金だけでなく外貨預金も同様の動きになっている。リーマン・ショック時には、ルーブル預金が減少する一方、外貨預金は増加していた。当時はルーブル下落への懸念からルーブル離れは起こったが、ロシアの銀行自体への信用は悪化せず外貨預金人気が高まったことを反映している。しかし、今回は外貨預金も急速に伸びが鈍化してきており、「ロシア離れ」になってきていることを示唆している。こうした動きは、民間銀行の負債サイドからもうかがえる。非居住者からの調達伸びず、代わって中央銀行かからの調達が増加している。

図表 5. 個人預金の動き(前年差)

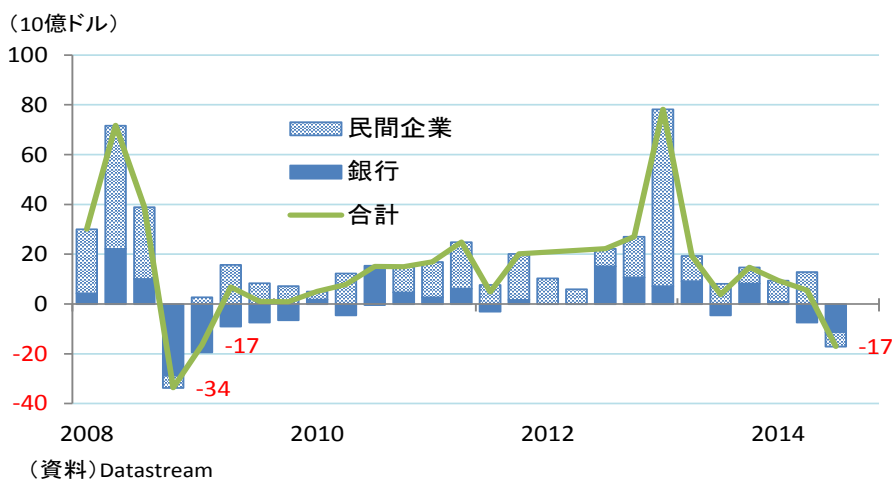


図表 6. 民間銀行負債側の動き(前年差)



国際通貨基金 (IMF) は 2014 年に 1,000 億ドルの資本逃避が起これと予想していたが、ロシア中央銀行によると上期だけで 746 億ドルの資本逃避があった。民間調査機関からは年間 2,000 億ドルもの流出予想も出てきている。このほかロシア中央銀行によると、7-9 月期に民間部門の金融収支は -170 億ドルとなった。これはリーマン・ショック時の 2009 年 1-3 月期以来の流出である。

図表 7. 民間部門の金融収支(純)



(2) 最終返済面は懸念ないが、資金繰り破たん(流動性リスク)には要注意

ロシアは対外純資産国(図表9)であり、理論的には全資産を処分して負債を完済できる。だが、直接投資や長期貸出は短時間に現金化できるものではなく、流動性の高い資産・負債のバランスを検討しておく必要がある。

ロシアには民間中心に7,160億ドルの対外債務があり(2014/4時点)、上期の元本返済は744億ドルであった。下期の元本返済は866億ドル、来年は738億ドルの支払いが決まっている。新規借入が止まったまま、年間2,000億ドル規模の流出が続くと、来年度末までの外貨の流出は約4,800億ドルになる。これに一覧払いの債務を加えると、潜在的には5,200億ドル規模の流出が考えられる。

図表8. ロシアの対外債務返済スケジュール

(10億ドル)	2014/4残高	一覧払い	元本返済スケジュール						
			2014/4~2015/3			2015/4~2016/3			2016/4~
			2014年度	上期	下期	2015年度	上期	下期	
合計	715.8	39.2	161.0	74.4	86.6	73.8	30.9	42.9	441.8
政府	53.6	0.0	2.1	0.9	1.2	3.8	2.5	1.3	47.7
中央銀行	15.3	4.8	1.7	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0	8.8
民間銀行	214.0	21.1	63.3	36.9	26.4	22.5	9.4	13.1	107.1
その他	432.8	13.4	93.8	41.8	52.0	47.5	19.0	28.5	278.1

(資料)ロシア中央銀行

この原資として、ロシアには4,500億ドルの外貨準備(2014年9月時点)、1,730億ドルのソブリン・ウェルス・ファンド⁵、545億ドルの対外流動資産(株と証券投資)があり合計は6,780億ドル、潜在的な流出額を上回っている。国が全面的に企業の資金繰りをサポートする前提で、短期的には通貨危機発生リスクは小さいと評価できよう。

図表9. ロシアの対外投資ポジション

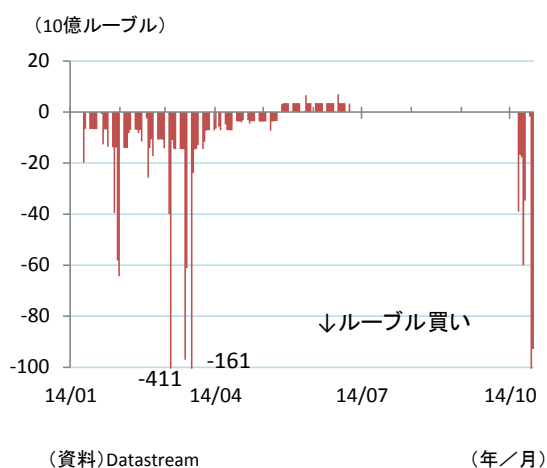
(10億ドル)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
総資産	731.3	1,092.2	1,010.7	1,089.5	1,171.0	1,239.0	1,375.4	1,470.1
直接投資	216.5	370.1	205.5	302.5	366.3	361.5	409.6	479.5
ポートフォリオ投資	12.3	19.9	24.2	38.1	37.3	42.5	48.3	54.5
デリバティブ	0.2	1.4	5.3	2.2	1.6	5.7	5.6	5.9
その他投資	198.6	222.0	349.4	307.2	286.3	330.8	374.4	420.5
外貨準備	303.7	478.8	426.3	439.4	479.4	498.6	537.6	509.6
総負債	770.1	1,242.8	755.9	986.1	1,154.6	1,098.5	1,238.5	1,343.9
直接投資	265.9	491.1	215.8	378.8	490.6	454.9	514.9	566.5
ポートフォリオ投資	265.8	367.5	112.6	217.3	278.3	228.2	270.7	273.7
デリバティブ	0.2	0.9	10.4	5.2	2.8	5.9	4.3	4.4
その他投資	238.3	383.3	417.2	384.7	382.9	409.4	448.6	499.3
直接投資収支	-49.4	-120.9	-10.2	-76.3	-124.3	-93.5	-105.4	-87.0
ポートフォリオ投資収支	-253.5	-347.7	-88.4	-179.2	-241.0	-185.7	-222.4	-219.2
デリバ収支	0.0	0.5	-5.1	-3.0	-1.2	-0.2	1.3	1.6
その他投資収支	-39.6	-161.3	-67.8	-77.6	-96.6	-78.7	-74.2	-78.8
対外純資産	-38.8	-150.6	254.8	103.4	16.3	140.6	136.9	126.2

(資料)Datastream

⁵ Sovereign Wealth Fund: 政府が出資する投資ファンドのこと。

ただ制裁が続く限り、今後外貨が減少していく方向であることは間違いない。そのためルーブルの下落予想に歯止めをかけるのは容易ではない。9月末には、資本規制導入の噂が金融市場に流れ、為替レートの下落に拍車がかかった。そのため、4月以降下火になっていた為替介入が10月に入り再開されている。外貨準備も潤沢といいながら、1年で約600億ドルも減少している。

図表 10. 為替介入



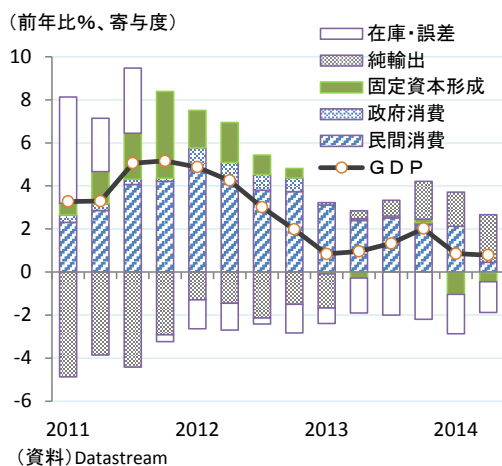
図表 11. 外貨準備



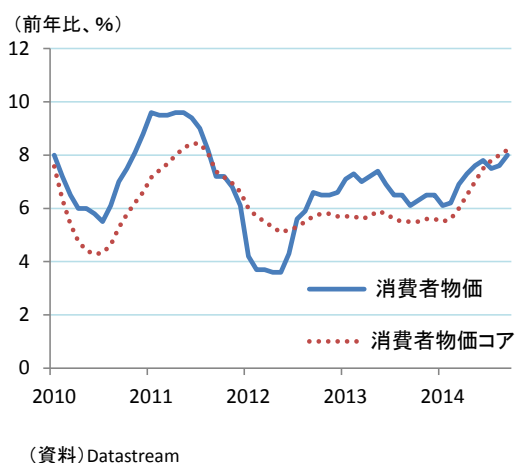
3. 新規調達の急減は設備投資の減少要因

ロシア経済は2013年から悪化中である。原油価格のピークアウト、供給力面でのボトルネック発生が災いしている。2014年前半は設備投資が前年割れに陥り、消費も微増に留まっている。輸入減に助けられた純輸出が増加で、かろうじてプラス成長を維持している状況である。

図表 12. 実質GDP



図表 13. 消費者物価



インフレも第2四半期から上昇中である。ロシアの逆制裁により西欧からの農産物の輸入が減り食品価格が上昇（9月前年比11.4%）が目立つが、ルーブル安から広範に上昇圧力がかかっており、コア物価も上昇してきている。

既に景気が悪化している中、制裁が追い討ちをかけている。ロシアの設備投資についても、ロシアはエネルギー関連のウェイトが大きい国内に高度な技術がなく、先進的な油田掘削には海外からの投資（直接投資）への依存が大きい。しかし、先行きの不透明感と制裁から直接投資の流入が減少している。2014年上期の直接投資流入は前年比51%減となっている。制裁強化で下期はさらに減少する可能性も否定できない。

資金調達難の影響を計るために、簡単な試算を行ってみる。2013年のロシアの固定資本投資は約4,500億ドルであった。それに対し、直接投資、ポートフォリオ投資、その他投資の合計資本流入額は1,350億ドルで、投資の約30%を賄っていた⁶。

しかし2014年上期の投資受入額は172億ドルに過ぎない。前年上期と比較すると84%減である（前年上期実績：1,100億ドル）。上期実績を年間全体に当てはめると固定資本投資に-25.2ポイントの押し下げ効果が働くことになる（ $30\% \times -84\% = -25.2$ ）⁷。

もちろん、実際にはアジア市場での調達や中国からの直接借入や資産売却⁸の動きも出てきているため試算結果どおりにはならないだろうが、制裁が新規投資への大きなブレーキになることが予想される。

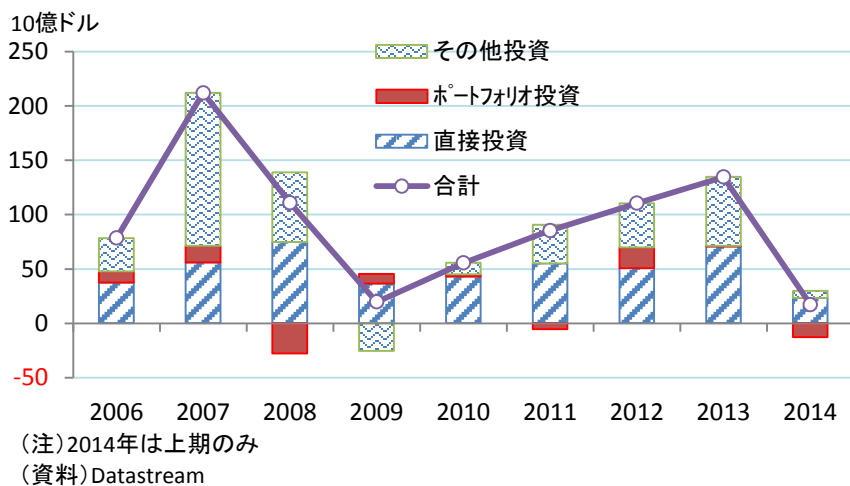
図表 14. 投資流入

⁶ ロシアの将来を期待して流入した資本は、直接・間接を問わず生産的投資に遣われているという前提で考える。

⁷ 以上は名目値での効果

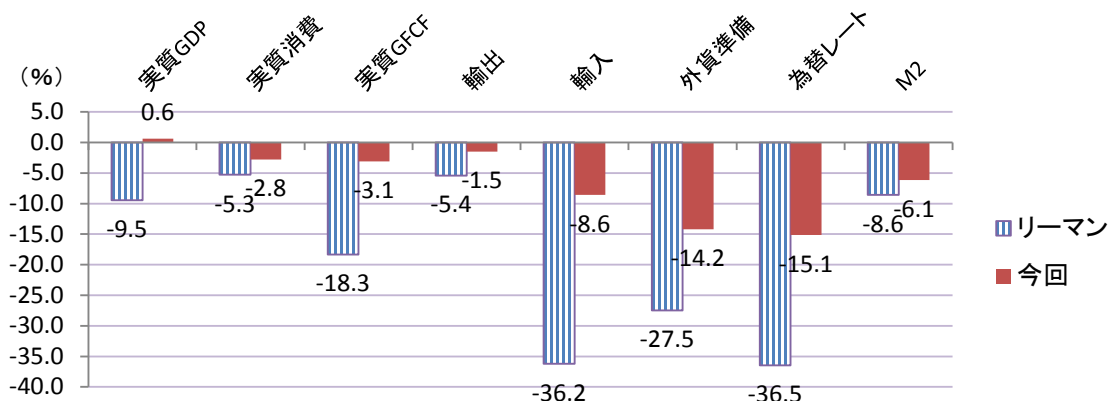
⁸ 最大の石油会社ロスネフチは、バンコール油田の権益の10%を約10億ドルで中国企業に売却した。

「Rosneft to sell 10 percent stake in largest oil field to Chinese company」2014/9/8, RUSSIA BEYOND THE HEADLINES



比較のためにリーマン・ショック時のロシア経済の動きをみておこう。実質固定資本形成（GFCF）は1年間で18.3%減となり、実質GDPも9.5%減となっていた。固定資本形成の2桁減はロシアで過去に起こったことであり、決して「想定外」の事態ではない⁹。

図表 15. 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。
(資料)Datastream

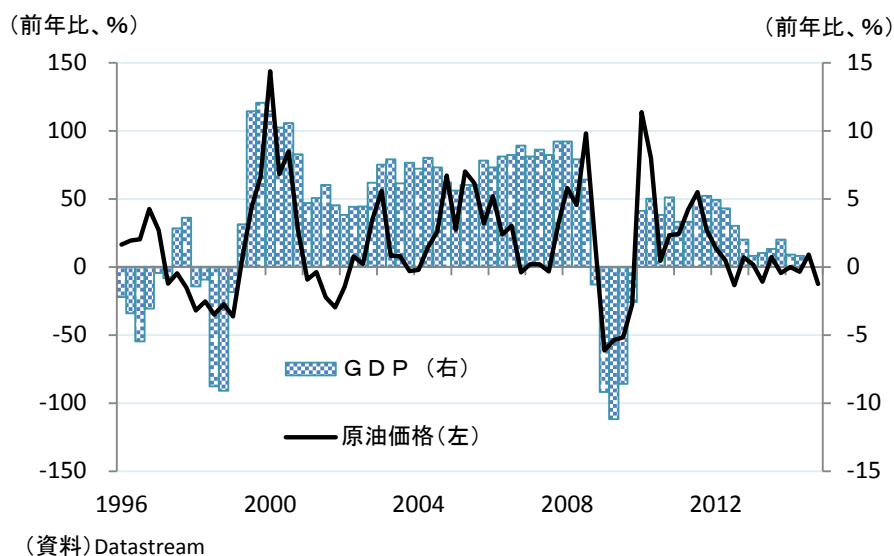
4. 原油価格の下落により財政も悪化へ

ロシア経済にさらに追い打ちをかけるのが原油価格の低下である。ロシアは資源、特に石油・天然ガス依存経済である。輸出の約7割は石油・天然ガスである。連邦政府の歳入の半分以上がエネルギー関連で、原油価格1ドルの低下は23億ドルの歳入低下を招く¹⁰。

図表 16. 実質GDPと原油価格

⁹ Paul Roderick Gregory 「Western Sanctions and Rising Debt Are Already Strangling The Russian Economy」 Forbes, 2014/8/24

¹⁰ 「On the edge of recession」 The Economist, 2014/10/4 ,p.59



ロシアの2015年予算は原油価格100ドル/バレルを前提としているが、ウラル産原油は既に82.9ドル(10/15)に低下してきている。この水準が1年続くと約390億ドルの歳入が失われることになる。現在の為替レートで換算すると、歳入予算¹¹の約10%を失うことになる。ロシア連邦財政はGDP比1%未満の赤字と比較的良好であったが¹²、今年は赤字幅の大幅な拡大が予想される。

制裁と原油価格の低下という二つの要因から、ロシア経済の見通しは厳しい。先日発表されたIMFの世界経済見通しではロシアの実質成長率を、2014年0.2%、2015年0.5%と予測していたが、実現は難しいだろう。制裁が解除されない限り、2009年以来のマイナス成長に陥る可能性が出てきた。先行き1年程については、リーマン・ショック時を想起させるようなマイナス成長となるリスクも想定しておく必要がある。

そして、制裁の行方については、2014年10月下旬に予定されているEUによる制裁の評価が注目される。

¹¹ 2015年の歳入は14.56兆ルーブルで、1ドル=40ルーブルで換算すると3,641億ドルに相当する。

¹² 2012年-0.1%、2013年-0.5%

図表 17. 欧米の対露制裁リスト(2014年)

<p>①金融</p> <p>■7月末発動</p> <p>国営系5銀行(ズベルバンク、外国貿易銀行(VTB)、ガスプロム銀行、ロシア農業銀行、対外経済銀行(VEB))と子会社が発行する90日超の債権や株式、手形の購入の禁止。</p> <p>■9月12日発動</p> <p>前記国営5行の資金調達の期限禁止条件を90日から30日に短縮。米国はズベルバンクを対象に追加。</p> <p>②石油採掘</p> <p>■7月末発動</p> <ul style="list-style-type: none">・EU <p>大陸棚開発やシェールオイル採掘等に使用される機材の対露輸出を禁止。</p> <p>■8月6日発動</p> <ul style="list-style-type: none">・米国 <p>米国も同調。禁輸品目として、掘削プラットフォーム、水中設備、北極圏での操業の為の設備、地層水圧粉碎用ソフトウェアなど、非従来型油田開発機器を指定。なお、これに先立ちロスネフチ、ノバテックの2社を制裁対象に追加。</p> <p>■9月12日発動</p> <ul style="list-style-type: none">・EU <p>ロスネフチ、トランスネフチ、ガスプロムネフチを制裁対象に指定。北極海での石油採掘やシェールオイル開発に関するサービスの提供禁止。</p> <ul style="list-style-type: none">・米国 <p>ガスプロムネフチ、ノバテック、ルクオイル、スルグトネフチェガスなど官民石油会社との深海での石油採掘に関する取引を禁止。ガスプロムも石油分野での取引禁止対象に追加。(EUはガスプロム本体は禁止対象とせず。)</p> <p>③武器</p> <p>■7月末発動</p> <ul style="list-style-type: none">・EU <p>軍事製品及び軍民両用製品の新規輸出入を禁止。既存契約は除外。</p> <ul style="list-style-type: none">・米国 <p>アルマズ・アンテイ、カラシニコフなど軍需企業9社との取引を禁止。</p> <p>■9月12日発動</p> <ul style="list-style-type: none">・EU <p>ロステク傘下の8企業及びアルマズ・アンテイへの軍民共用品の輸出、関連サービスの提供を禁止。軍事3企業への30日を超える資金供給を禁止。</p> <ul style="list-style-type: none">・米国 <p>ロステクの資金調達及び対空ミサイル「ブーク」の製造に関わった企業5社との取引を禁止。</p> <p>(資料)ロシア通信10月号、JOGMEC「ロシア:米とEUによる対露経済制裁とその影響」</p>
--

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 2014 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>