



ロシア経済事情：世界的な金融不安と地政学リスクが覆う

～米国発金融不安がロシアの潜在的リスクを増幅させるが、経済的基礎体力は過去とは段違い～

発表日：2008年9月17日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- 米国大手証券リーマンブラザーズの破綻による世界的な金融不安は、先月のグルジア紛争による政治的リスクの顕在化で投資家による資金逃避が進むロシアから、さらなる逃避誘因をもたらしている。株式、為替、債券などで売り圧力が掛かり、1998年のロシア金融危機以来、一見すると「危機的」とも言える厳しい状況となっている。
- しかし、ここ数年の経済成長により外貨準備は世界3位の規模に至っており、当局が大規模なルーブル買い（ドル売り）介入を実施しているが、直ちに外貨準備が枯渇する状況にはない。さらに、金融危機の引き金となった公的対外債務についても、政府が同危機後に緊縮財政を敷く中で圧縮が進められている。一方で、民間債務の拡大という懸念があるものの、対外債務残高は外貨準備の半分未満と規模的にも直ちに問題になる状況に至るとは考えにくい。
- ロシア経済はインフレと金利高により景気減速基調が強まっており、政府は景気刺激の観点から拡張的な財政政策に打って出る計画を有している。しかし、依然としてマネーの伸びが高止まりするなど、需要インフレ懸念も残る中では慎重な対応が求められる。
- グルジア紛争以降、欧米でロシアアレルギーが強まる中、当面はロシア市場では軟調な動きが続くとみられる。ただし、株式市場の買い支えのためにソブリン・ウェルス・ファンドを活用する案なども出ており上振れの可能性はある。その場合はバブル懸念を生む恐れもあり、先行きも警戒が必要となる。

《米国発金融不安は地政学リスクの顕在化したロシア市場からの資金逃避圧力を後押ししている》

- 15日に公表された米国大手証券リーマンブラザーズの実質破綻は、世界の金融市場にさらなる信用懸念を生み、リスク許容度の低下した投資家による資金逃避行動がうねりとなって世界の金融市場を駆け巡っている。とりわけ、その影響を受けている市場のひとつがロシアである。
- 16日、ロシアの代表的な株価指数である MICEX 指数は、外国人投資家による大量の資金逃避の影響から、サーキットブレーカーが発動される事態となり、再開後の取引でも下げ続け、1日の下げ幅としては1998年に発生したロシア金融危機以来の▲17.75%の大幅な下げを記録した。また、RTS 指数も同様に▲11.47%の下げを記録するなど、約2年ぶりの安値を記録するに至っている（図1）。
- さらに、先月に勃発したグルジア紛争によりロシアの地政学的リスクが改めて顕在化したことで、昨年は世界2位の産油量を誇り、原油価格高騰の影響を享受するなどの高成長を背景に勢いを増していた海外からの投資資金は、先月以来急激に逆流した。こうした動きに金融不安が火をつける格好となっており、通貨ルーブルも減価基調を強める事態となっている（図2）。
- こうした動きはコール市場における資金取引にも影響を及ぼしており、ドル建のオーバーナイト物金利は16日の1営業日中に333bpも急上昇したほか（図3）、Mosprime ベンチマーク金利も急上昇するなど（図4）、金融機関における資金調達にも大きな影を落としかねない事態となっている。こうした状況を受けて、市場の中にはロシア金融危機の再来などという観測が出始めている。しかし、これはアジア市場における一部の市場観測と同様に杞憂であると考えられる。

図1 株式相場の推移

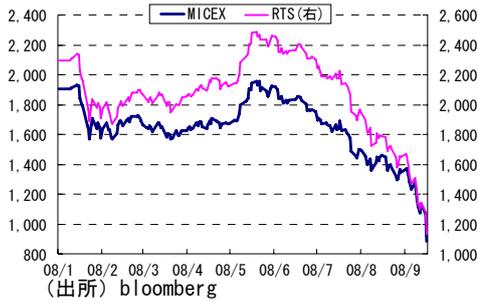


図2 為替相場の推移



図3 銀行間金利の推移 (Mosibor)

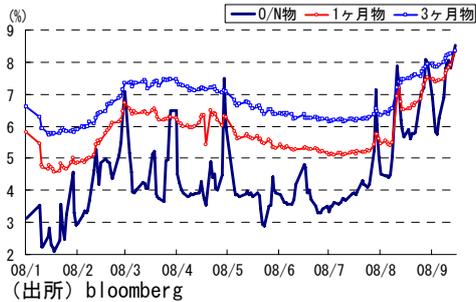
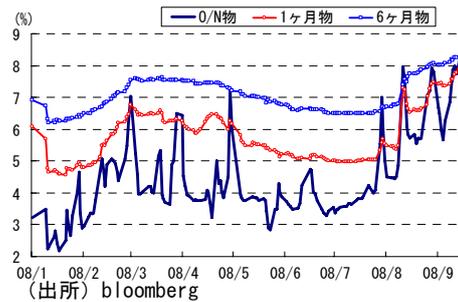


図4 銀行間金利の推移 (Mosprime)



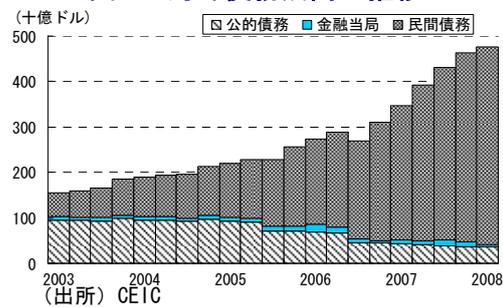
《ここ数年の高成長による外貨準備の積み上げ、緊縮財政による公的対外債務の圧縮が対外的リスクを低減》

- ロシア経済は、ここ数年の高成長を背景に海外からの投資資金が旺盛に流入したことで、外貨準備高は8月末時点で4,461億ドルと世界3位の規模に達している(図5)。したがって、先月来の通貨ルーブルの減価基調に対して、金融当局は通貨安定化の観点から大規模なルーブル買い(ドル売り)介入を行っていると思われる、外貨準備は8月の1ヶ月の間に160億ドル減少しているものの、直ちに外貨準備が枯渇するような状況にはないと言えることが出来る。
- さらに、1998年の金融危機の際には、同国の国際的な信認の低さに起因する形で、対外債務に対して過度に政府保証を付与したことがその後のデフォルトを生む契機になったと考えられる。しかし、金融危機の後にはロシア政府が基本的に緊縮的な財政姿勢を志向したことで、公的対外債務残高の圧縮に取り組んできた(図6)。その一方で民間債務が拡大していることには懸念があるものの、直ちにデフォルトが発生する懸念が高まるような事態に陥る可能性は極めて低いと考えられる。

図5 外貨準備高の推移



図6 対外債務残高の推移



《好調な経済の下で露呈する死角、インフレと政治的リスクは当面持続する可能性が高い》

- これまでロシア経済の底堅さを示す指標を説明してきたが、死角がない訳ではない。その一つが足元で進行するインフレであろう。直近の8月の消費者物価は、対前年同月比+15.0%と金融当局が定めるターゲット(8.5%)を大幅に超える状態が続いている(図7)。こうした状況から、当局は金融引き締め姿勢を強めており、年明け以降だけで計100bpの利上げを実施、足元の政策金利は11.00%となっている(図8)。し

かしながら、原油価格の高止まりを背景にオイルマネーが国内に還流したことで国内のマネーの伸びが高止まりする状況が続くなど（図9）、内需の押し上げによる複合インフレに陥っていると考えられる。

- ロシア経済も、4-6月期の実質GDPは対前年同期比+7.5%と前期（同+8.5%）から大きく伸びが鈍化するなど、足元で減速基調にある（図10）。こうした状況から、政府は2008年度予算以降はインフラ投資などを中心に拡張財政を志向するなど、インフレの助長を通じた景気過熱を生む懸念がある。インフレを抑制しつつ、景気減速を緩和するためのバランスの取れた金融政策と財政政策の舵取りが求められる。
- 原油価格の上振れによって生じた石油収入を元手に創設されたソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）の「国民福祉基金（NWF）」については、創設当初は運用先を主に海外とするとしてきた。しかし、先月以降に海外投資家による資金逃避が激しくなる中、クドリン副首相兼財務相はこれらの資金を国内株式市場に投入する姿勢を見せ始めており、下支えされる可能性はある。ただし、投資資金の行き場が少なくなる中で、足元の住宅市場ではバブルの再燃のような事態に至っており（図11）、慎重な対応が求められる。
- コール市場における資金供給については、政府及び金融当局が協議を重ねており、当局が数十億ルーブルの資金供給を行われる見通しが強まっており、資金不足は回避されるとみられる。ただし、上述のように過剰流動性を生むことは、さらなるインフレ懸念を高めることに繋がるため慎重な運営が求められる。
- 同国向けの投資では、TNK-BPを巡る一連の動きにあるように、法制度の運用面での不透明さがしばしば問題とされて来たこと。しかし、先月のグルジア紛争以降のロシア政府の強硬姿勢は、同国のカントリーリスクの複雑さを見事に物語っている。また、就任当初は構造改革を進めるとみられたメドベージェフ大統領も、WTO加盟に向けた合意を一部中断すると表明するなど「変わらないロシア」を世界に強く印象付けており、海外投資家の資金逃避を助長させている。一連の動きの中で、米国やEU（特に、東欧諸国や英国）には「ロシアアレルギー」が再発しており、当面は株式及び為替、債券に軟調な動きが続くとみられる。しかしながら、こうした要因が同国を直ちに危機的な状況に陥れる可能性は低いと考えられる。

図7 消費者物価の推移(前年比)

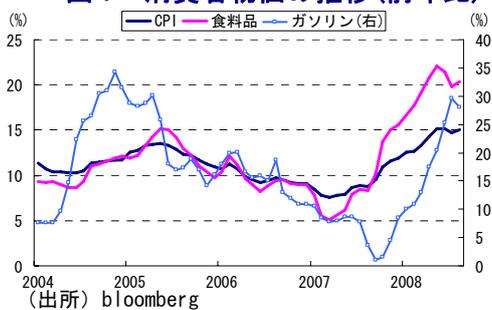


図8 政策金利の推移

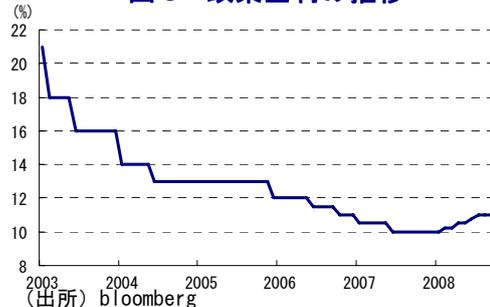


図9 M2と国内信用の推移(前年比)

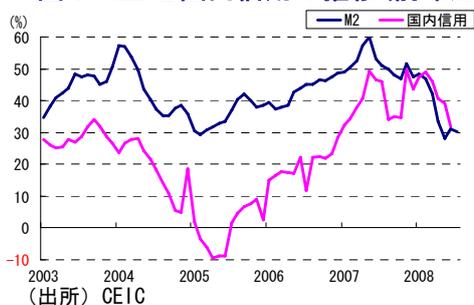


図10 実質GDP成長率の推移(前年比)

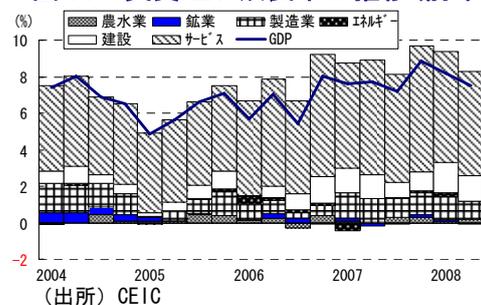
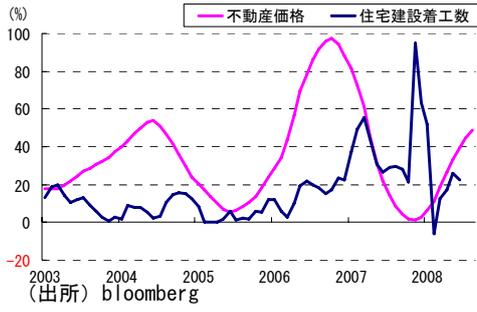


図 11 住宅関連指標の推移



以 上