



## ロシア経済事情：インフレ懸念の高まりから金利引き上げ実施

～先行きは内外金利差による投機資金流入が続き、金融政策は当面緊縮姿勢を強めると見られる～

発表日：2008年4月30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)

- 28日、ロシア中央銀行は、国内でのインフレ圧力の高まりへの対処から、リファイナンス金利や1日物レポ金利を含むすべての政策金利を25bp引き上げた。同国では、1998年の財政危機以降、一貫して利下げ基調が続いたものの、旺盛な内需による需要インフレ懸念に加え、足元の国際的な商品価格上昇に伴うコストインフレ圧力が強まる中、今年2月に金融政策を引き締め姿勢に転換した。今回の金利引き上げにより、インフレ抑制に向けた強い姿勢を示す格好となった。
- 足元の同国経済は、原油価格高騰を背景とした海外からの投資資金の流入により経済が押し上げられた上、構造改革の進展により鉱業から製造業やサービス業への多角化を進展。需要面も、消費を中心とする旺盛な内需を背景に未曾有の経済成長を謳歌し、2007年の実質GDPは前年比+8.1%と中国やインドには及ばないものの、高成長を実現した。
- 足元の原油価格の高騰は貿易収支の黒字幅を拡大させ、さらに投資資金が流入したことで外貨準備は4,021億ドルと世界3位の規模に拡大、国際的な信任を高めた。さらに、内外金利差による投機資金の流入は国内に過剰流動性を発生させ、内需押し上げによる需要インフレに加えて、投機資金の資産市場への流入による資産インフレを生んでいる。さらに、足元では国際的な商品価格の高騰の影響からコストインフレ圧力も高まる事態となっている。
- 今回の金利引き上げにより、米国との内外の政策金利差は7.25%に拡大する。先行きは、ドル借り取引やユーロ借り取引による投機資金の流入が続くものと見られ、対外要因による過剰流動性が引き起こす国内インフレ圧力は当面残存することとなろう。その結果、金融政策は緊縮的な姿勢をより強めていくものと見込まれる。さらに、同国の主要輸出品である小麦を中心とする食料品価格も高止まりが続いており、投機資金の同国への流入も続くものと見られ、通貨ルーブルの対米ドル為替相場も引き続き増価基調が続くものと見込まれる。

### 《1998年の財政危機以来、初めての政策金利引き上げ》

- ロシア中央銀行は、4月28日に開催した金融政策委員会において、公定歩合に相当するリファイナンス金利及び1日物レポ金利を含むすべての政策金利を25bp引き上げる決定を行った。この結果、リファイナンス金利は10.5%に、レポ金利は6.5%となった（図1）。同国は1998年の財政危機後、通貨ルーブルの大幅切り下げによりハイパーインフレに悩まされたものの、IMFによる支援の下、緊縮的な金融政策及び財政政策を採用することでマクロ経済の健全化を図り、インフレを克服した。さらに、2000年代に入ると、未曾有の資源価格高騰の影響から原油及び天然ガス輸出が急拡大し、国際収支が改善したことで国際的信用も高まった。その結果、通貨ルーブルの対米ドル為替相場も安定し、インフレも沈静化するに至った。
- こうしたことから、財政危機時に150%に上昇したリファイナンス金利は、その後は引き下げ基調で進んできた。さらに、ここ数年の国際的な商品価格の高騰を背景に、同国経済は好景気を続けるに至っている。しかし、足元では旺盛な内需を背景とした好景気による需要インフレ懸念に加えて、景気を下支えする投資資金が資産市場に流入する資産インフレ、そして、商品価格の上昇によるコストイン

フレと数多くのインフレ圧力が高まるに至っており、2月に約10年ぶりに金融引き締め姿勢に転換したばかりであった。21日に公表された3月の消費者物価は、対前年同期比+13.3%と加速し、2005年以來の高水準に至ったこと、さらに、中銀が掲げる2008年のインフレターゲット(8.5%)を上回る状況が続いていることもあり、緊縮姿勢を強めるに至ったものと考えられる。

図1 金融政策の推移

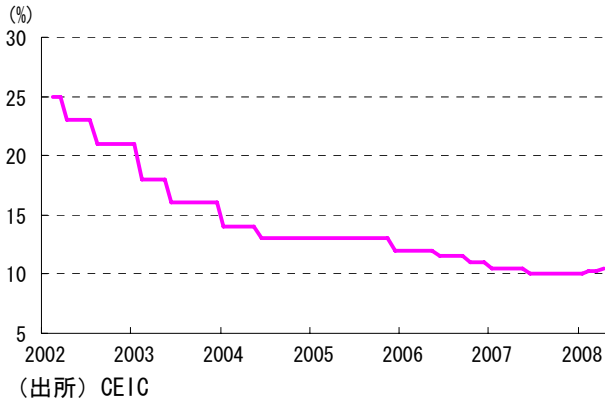
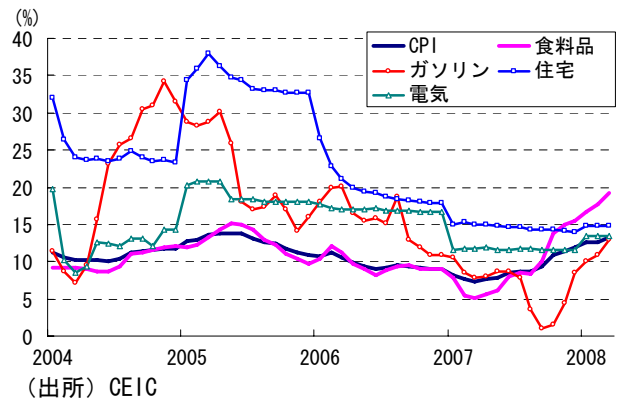


図2 消費者物価の推移(前年比)



### 《足元のロシア経済は、旺盛な内需主導により高い成長モメンタムを持続》

- ロシアの10-12月期の実質GDPは、対前年同期比+9.5%と高い伸びを持続している(図3)。その要因としては、旺盛な個人消費に加えて、このところの国際的な資源価格の上昇により、同国の豊富な資源埋蔵量を背景とする海外からの投資資金流入による資本投資により、内需が力強く推移していることが挙げられる。さらに、ここ数年は好景気を背景とする旺盛な内需の影響から輸入が押し上げられ、輸出との差し引きである純輸出はマイナス幅を拡大させており、内需主導の傾向が強まっている。この結果、2007年通期でも対前年比+8.1%と高い成長を記録した。
- 同国では、かつてのハイパーインフレを教訓としてインフレターゲット制を導入している。2008年のターゲットは8.5%としているが、21日に公表された3月の消費者物価は対前年同月比+13.3%と前月(同+12.6%)から加速し、ターゲットを大きく上回る状況が続いている。足元では、海外からの投資資金の流入により資産インフレ懸念が高まっていることに加え(図4)、国内の雇用環境の改善を背景として家計の賃金上昇率が高止まりしている影響から、国内の小売上も高い伸びで推移している(図5)。さらに、依然として旺盛な資金需要が続いていることもあり(図6)、需要インフレ懸念が高まっている。さらに、国際的な食料品価格の上昇によりコストインフレ懸念も高まる中、3月には国内の食料品の需給環境の改善を目的として、主要輸出品である大麦及び小麦に関する輸出規制関税の延長措置が表明されるに至っている。

図3 実質GDPの推移(前年比)

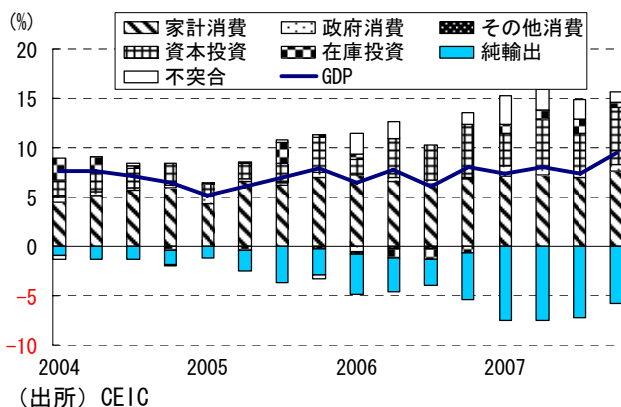


図4 住宅価格とビル建設数の推移(前年比)

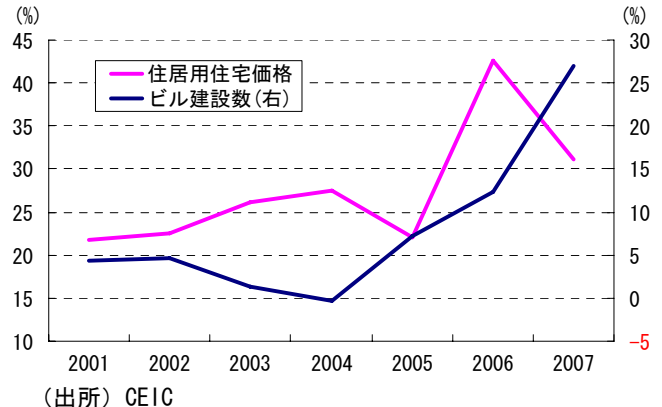


図5 実質可処分所得と小売上の推移(前年比)

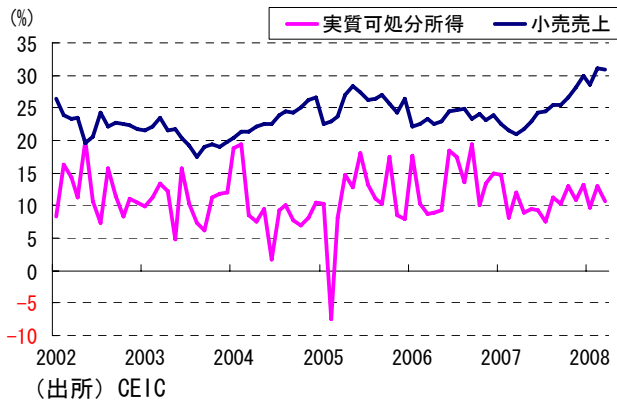
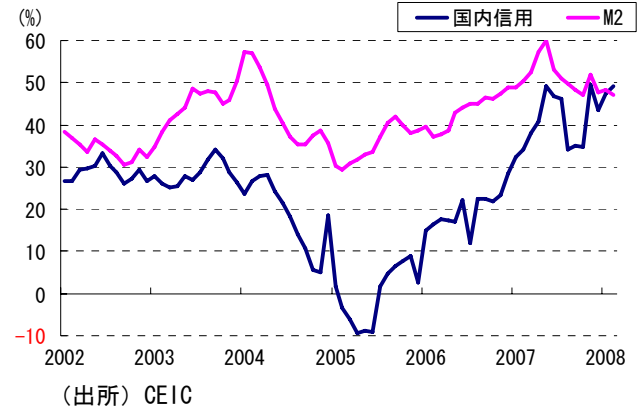


図6 M2と国内信用の推移(前年比)



- 同国の国際収支は、ここ数年の好景気を背景として輸入が拡大しているものの、原油及び天然ガスの輸出が堅調に推移していることもあり、貿易収支は黒字で推移している(図7)。資源関連投資は、その多くを海外資金に依存しており、利子・配当所得に伴う所得収支は大幅な赤字基調にあるものの、財・サービス収支黒字の大きさがカバーし、経常収支は黒字基調が続く(図8)。国際的な商品価格の高騰が続く中、世界的な金融不安にも拘らず、天然資源の一大供給地である同国には依然として海外からの投資資金の流入が続いており、総合収支はプラスで推移(図9)、外貨準備高は3月末時点で4,021億ドルと世界3位の規模に拡大している(図10)。
- さらに、同国政府は財政危機の際、IMFをはじめとする海外からの支援資金を受け入れ、緊縮的な財政政策を採用した。その折、世界的な資源価格の上昇により石油関連収支に財政余剰が生まれ、結果として2005年にIMF向け債務、2006年にパリクラブ向け債務の繰上償還を実施、公的対外債務を圧縮させて来た(図11)。また、資源価格の高騰は、採掘コストに対する採算ラインを押し下げることとなり、採算面から見た採掘可能量が増大したことで、海外資本のみならず国内資本による投資が積極的に行われるに至っており、足元では民間対外債務が大きく膨らんでいる(図12)。
- 緊縮的な財政を志向したことで、2004年には石油収入の余剰分を財政補填に充当させる「安定化基金」が設立された。しかし、IMFやパリクラブ向け債務の償還が終了すると、一転して財政拡大姿勢を強めるに至っている。2008年予算からは3ヵ年の複数年予算が採用されており、石油収入を原資にインフラ開発や重点セクター開発を行う予定である。また、安定化基金は今年2月に「準備基金」と「国民福祉基金」に改組されており、前者は原油価格下落による経済へのマイナス影響の抑止、後者は年金等の国民生活の向上を目的に利用するとされている。

図7 輸出入の推移(前年比)

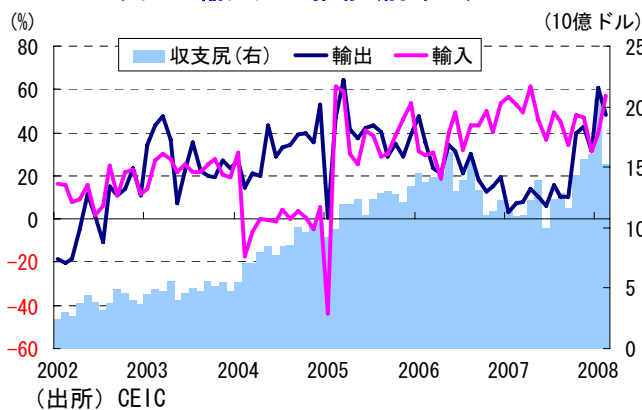


図8 経常収支の推移

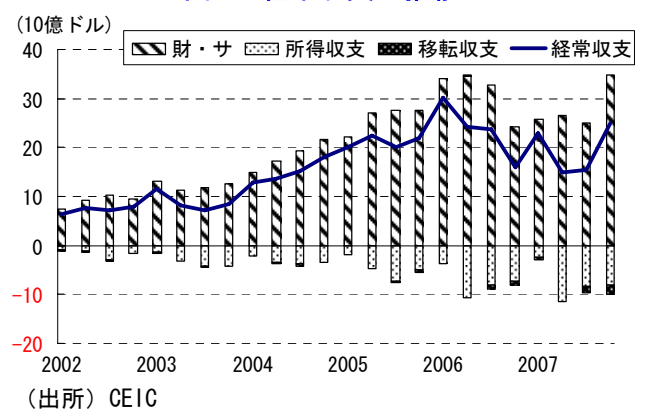


図9 国際収支の推移

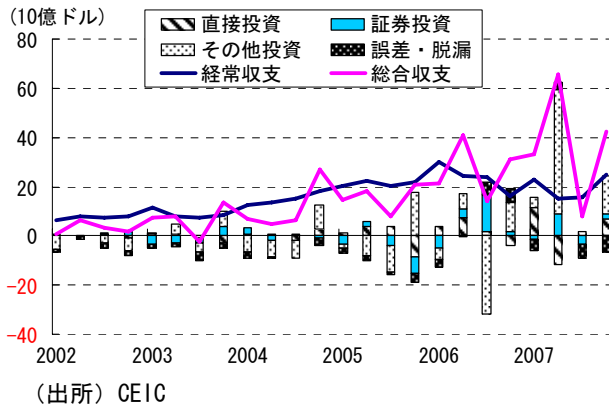


図10 外貨準備の推移

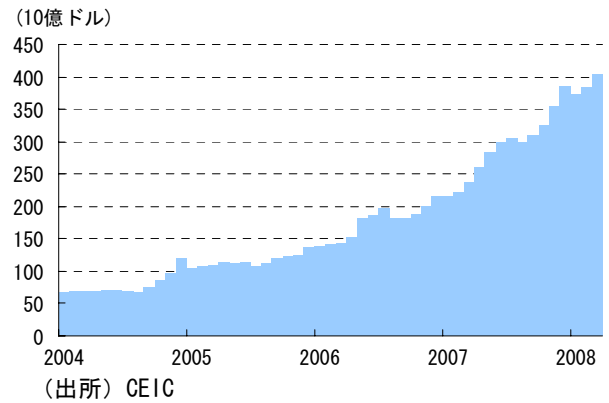


図11 財政収支の推移

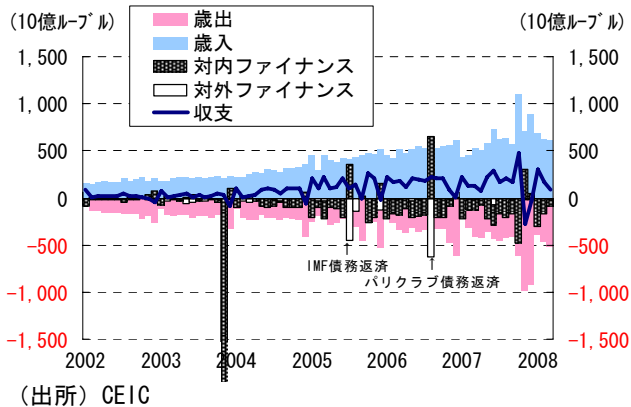
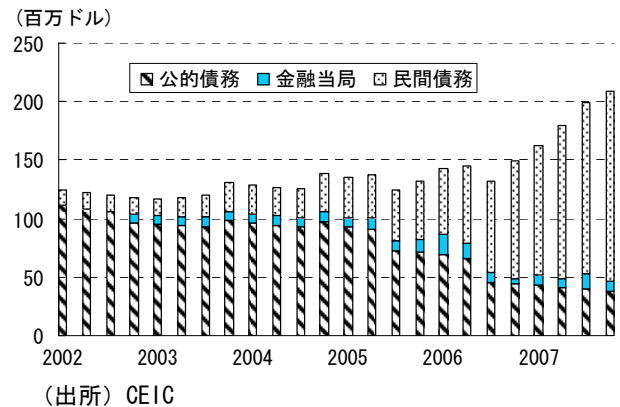


図12 対外債務の推移



### 《先行きは投資資金の流入もあり、力強い成長が持続。ただし、通貨高基調に加えてインフレ圧力も残存》

- 足元のロシア経済は、世界的な資源価格高騰の影響から、同国への国際的信用による海外からの投資資金の流入が続いており、当面も通貨ルーブルの対米ドル為替相場を押し上げる状況が続くものと見込まれる（図13）。今回の利上げにより、先行きはそうした流れに加えて、内外金利差に着目したドル借り取引やユーロ借り取引による投機資金の流入も見込まれる。結果として、当面は国内に過剰流動性が生じ、内需の押し上げに伴う需要インフレ懸念が残ることになる。さらに、過剰流動性は、債券や株式市場や不動産市場に投機資金として流入する可能性もあり、現在懸念される資産インフレ懸念を悪化させるものと見込まれる。ロシア政府は国際的な商品市況の高騰に対抗する観点から、大麦及び小麦に関する輸出抑制関税措置を行っているものの、当面はコストインフレ圧力も続くことになる。
- 同国に流入する投資資金の多くは、国際的な商品価格の高騰によるものと考えられる。先行きの商品市況は、米国経済の減速による信用不安を発端とした金融不安と大きく関係するものと思われる。米国経済の減速が世界的な景気減速に波及する場合、世界的な資源及び食料品需要の減少により、同国の輸出が減少、投資流入も減少する等の影響が考えられる。しかし、同国は旺盛な内需主導による成長を遂げていることに加えて、GDPに占める外需依存度が低い点を鑑みれば、そうした外的要因による景気への影響は限定的と考えられる。また、国内の好景気が1億4千万の人口の潜在的需要を高めることを勘案すれば、同国市場の魅力に変わりはなく、直接投資の趨勢は基本的に変わらないと見られる。
- 今年初めに実施された大統領選挙では、プーチン大統領の支援もありメドベージェフ氏が圧勝。メドベージェフ政権では、プーチン大統領が首相に就くことから、当面はシロビキ（強硬派）とリベラル

派とのバランス政治による「プーチン路線」が引き継がれる可能性が高い。結果的に、政府による不測の事業介入が行われる懸念が残り、依然として投資先としてのリスクは高いと言えるものの、世界的な商品市場の活況は当面高止まりするものと見られる中、同国の投資先としての魅力も続くものと見られる。

- 同国にはリスクが存在するものの、当面は旺盛な内需が続く見通しであること、投機資金を含む海外からの資金流入が見込まれることから、国内インフレに対する懸念は残り続けると見られる。したがって、金融政策は引き続き緊縮姿勢が継続されるものと見込まれ、年末にかけて金利引き上げ姿勢が継続されるものと予想される。その結果、通貨ルーブルについても当面、他の新興国通貨や資源国通貨と比較して、対米ドル為替相場の相対的な増価基調が継続するものと見込まれる。

**図 13 通貨ルーブル対米ドル為替相場の推移**



以 上