



ロシア経済事情：世界景気減速は「大国」ロシアを呑み込むか

～外部環境の急激悪化で景気減速は不可避も、ここ数年の体力増強が足腰を強固にしている～

発表日：2008年11月17日（月）

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)

- ここ数年の高成長を謳歌してきたロシア経済は、8月のグルジア侵攻で海外投資家の逃避を招いた上、9月のリーマンショック以降の世界金融危機で投資家がさらにセンチメントを悪化させる中、これまで流入した投資資金が一気に逆流。株式や通貨への大幅な売り圧力で金融市場は一時期機能停止状態に追い込まれることとなった。さらに、ここ数年は国内金利の高さから、低金利通貨による民間借入が急増したこともポジション解消売りを強めたとみられ、動きに拍車を掛けることとなった。
- 海外からの投資資金が逆流する中にも拘らず、同国ではこれまでの商品価格高による歳入の上振れ分を元に「基金」が作られており、足元ではこの下支えがバッファーとなっている。しかし、通貨ルーブルの急激な減価への対応から為替介入を行った結果、外貨準備は急速に減少し4,000億ドルを切る水準となっている。ただし、この規模は依然として世界3位と直ちに外貨準備に問題が起こるとは考えにくい。さらに、為替減価は輸入インフレを通じたインフレ懸念も高め、力強く推移してきた個人消費などの内需にも影響を及ぼし始めている。
- とはいえ、商品価格の下落で財政への悪影響は避けられない上、生産にも頭打ち感が強まっている。世界金融危機が世界経済の減速懸念を強める中、これまで力強さを持続して来た輸出も先行きは鈍る可能性が高まっており、力強く推移してきたロシア経済の減速は避けられない見通しが強まっている。グルジア侵攻で再び意識され始めたソブリンリスクの高まりは、メドベージェフ政権による強硬路線の踏襲によって当面沈静化する見通しが低いことから、投資資金の回帰は起こりにくいであろう。そうなれば、投資効率の低さを海外からの投資が補って来た部分が剥落し、さらに生産の鈍化が顕著になる恐れがある。西側諸国で強まる嫌露感は当面続くとみられ、経済は向かい風を受ける状態が続くであろう。

《グルジア侵攻と世界金融危機により潜在的リスクの高さが露呈、金融市場では未曾有の混乱が続いている》

- ここ数年の原油をはじめとする資源価格の高騰を背景に高成長を謳歌してきたロシア経済も、世界金融危機に端を発する世界経済の減速懸念の波に呑み込まれようとしている。特に、原油価格は今年7月にピークを迎えた後、世界経済の減速懸念から需要鈍化を折り込む形で急激に値を下げしており、足元ではピークの半値以下にまで落ち込んでいる（図1）。この影響は昨年世界第2位の原油産出国となったロシアに財政上の懸念をもたらしている。というのも、ロシア政府は2008/09年度予算における想定原油価格を70ドル/バレル程度に設定しており、足元の価格では歳入不足に陥る恐れが高まっている。同国ではこうした事態を想定し、予算想定価格から上振れした原油収入を原資とする「安定化基金」を2004年に設置し、その後、同基金を継承する「準備基金」とソブリンウェルスファンド（SWF）的性格をもつ「国民福祉基金」に改組している。
- こうしたことから、原油価格の大幅な低下による原油収入の低下が直ちに財政に悪影響を与える懸念は低いと考えられる。しかし、ここ数年の高成長の拠りどころを失うことで、中長期的な同国の潜在性は大きく押し下げられる可能性が高まったと考えられる。そして、そうした懸念を強めるきっかけになったのは同国によるグルジア侵攻であり、その後の西側諸国による投資資金流出の動きであろう。グルジア侵攻をはじめとする一連の行動は、西側諸国にロシアの「大国意識」に対する懸念を再び想起させたのみならず、周辺国との間の地政学リスクが同国への投資リスクに直結させる出来事になったと考えられる。その上、9月の米国大

手証券の破綻をきっかけとする世界金融危機によって、海外からの投資資金は一気にリスク許容度を低下させ、安全資産に逃避する動きを強めることとなる。

- 折からの地政学リスクの顕在化で嫌気された同国の株式市場や通貨ルーブルへのポジションに対する解消が一斉に進んだことで、同国の主要株式指数である RTS 指数や MICEX 指数は 1 営業日中の値下げ幅が▲10%を超えてサーキットブレーカーが発動される日が頻発したため（図 2）、証券取引所が取引の停止措置を行うなどの強攻策に出る始末となった。こうした動きは、同国経済の不透明さと相俟ってさらなる投資資金の逃避を招くこととなり、政府が財政資金を使って株式市場の買い支えを行う措置を検討したほか、投資対象の前提を海外のみとしてきた国民福祉基金を国内金融市場を支えるために利用するなど、金融危機に乗じて「何でもあり」の対策を打ち出す事態に陥っている。
- さらに、世界金融危機の影響から銀行間における信用機能が大きく削がれた結果、銀行間金利である MOSIBOR 金利は大きく跳ね上がった。そうした事態に対して、金融当局は大手銀行に対して劣後ローンの供与を行ったほか、預金準備率の引き下げや 10 月末には銀行の資金調達支援策として無担保融資やレポ取引を実施する旨を公表したことで翌日物金利は落ち着きを取り戻しつつあるように見える。一方で、金利の趨勢そのものは依然として高止まり状態が続いており、市場全体が落ち着きを取り戻したと考えるには、まだ早い状況にあると言える（図 3）。こうした流動性不足は、国民生活や生産活動といった実体経済にも影響を及ぼしつつあり、景気の減速感は先行きにおいてさらに強まっていくものと考えられる。

図 1 原油先物価格の推移 (WTI)



図 2 株式相場の推移

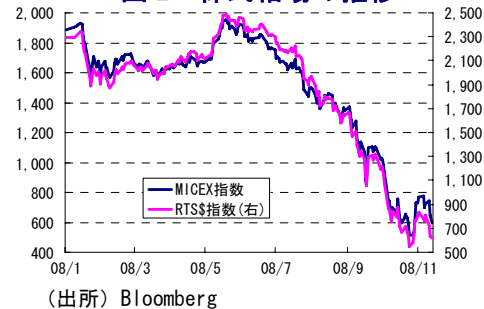
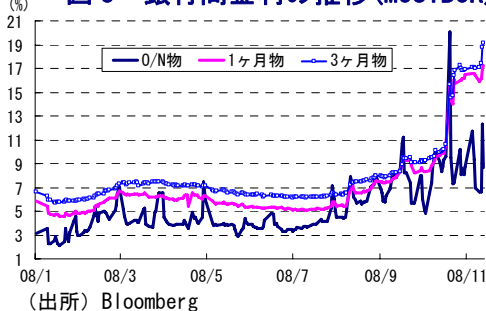


図 3 銀行間金利の推移 (MOSIBOR)



《景気を下支えした海外からの投資資金の引き揚げが進むも、インフレ懸念下で景気過熱感への懸念が残る》

- 同国経済は過去数年に亘って世界的な原油価格高騰が追い風となり、高成長への期待が高まってきた。さらに、ここ数年の間は国内のインフレ懸念が低下してきたことで政策金利が徐々に低下してきたものの（図 5）、米国サブプライムローン問題の発覚などにより金融市場での不信感が高まっていた先進国ではさらなる金融緩和が起こっていたため、相対的に金利高状態が続いてきたことで内外金利差と高成長への期待から海外からの投資資金が流入した。こうした投資資金は消費や投資といった内需が主導する経済成長モデルに貢献する形で成長が押し上げられたほか、海外からの投資資金の流入が影響して金融を中心とするサービス業が成長を牽引してきた（図 6）。

- 1998年に発生したロシア財政危機後、同国政府は一貫して緊縮財政を志向することで公的部門では対外債務を減少させてきた一方、海外からの投資資金の旺盛な流入が続いたことに加えて、ここ数年は国内の金利高も後押しして低金利のドルやユーロを用いたキャリー取引による資金調達が盛んに行われ、民間部門における対外債務が急激に拡大した（図7）。しかし、同国によるグルジア侵攻によりソブリンリスクが顕在化し、海外からの投資資金が流出し始めるとこれらのポジションの解消が進んだ。さらに、リーマンショック以降は資金流出が加速した。資金流出による通貨ルーブルの大幅減価はキャリー取引に伴う対外債務を膨張させる懸念から、金融当局は為替安定化のためにルーブル買い（ドル売り）介入を行った。さらに、ロシアは外貨準備資産の一部をユーロ建て保有するなど資産通貨の分散を図って来たが、世界金融危機の煽りでユーロの対ドル為替も大幅に減価した。その結果、ここ数年順調に積み上げた外貨準備は急減し、10月末時点で4,000億ドルを切る水準に低下している（図8）。
- また、年明け以降は原油や穀物価格の高騰からインフレが高止まりし（図9）、個人消費が鈍化したことに加え、金融当局による引き締めの影響で金利高となったことで資本投資も鈍化するなど、内需に頭打ち感が強まっている。その結果、4-6月期の実質GDP成長率は対前年同期比+7.5%と前期（同+8.2%）から減速している（図10）。原油や穀物価格はピークアウトを迎えているものの、依然としてインフレは高止まりが続いており、その要因としては金融引き締めにも拘らず国内の金融市場におけるマネーの伸びが高止まりしていること（図11）、景気減速下にも拘らず実質可処分所得はプラスで推移するなど（図12）需要インフレ懸念が熾んでいることが影響している。さらに、資金流出がもたらした通貨ルーブルの急減により輸入物価が押し上げられ輸入インフレが起こっていることも影響しているとみられる。こうしたことから、金融当局はインフレの制圧に失敗していると言える。

図5 政策金利の推移

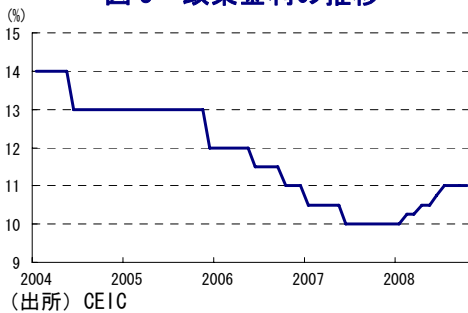


図6 実質GDP成長率の推移(前年比)

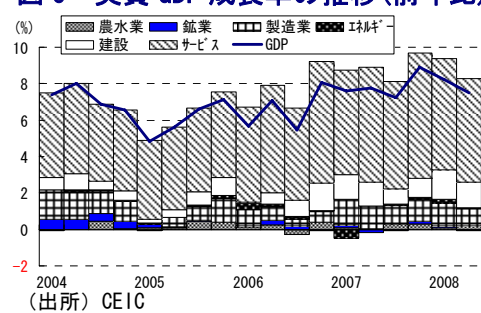


図7 対外債務残高の推移

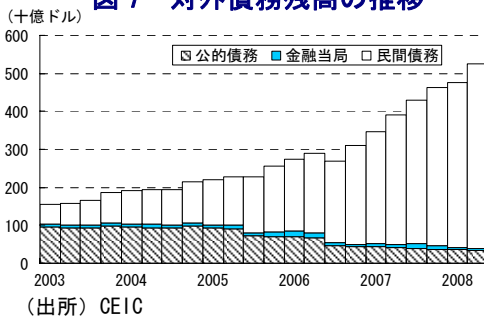


図8 外貨準備高の推移

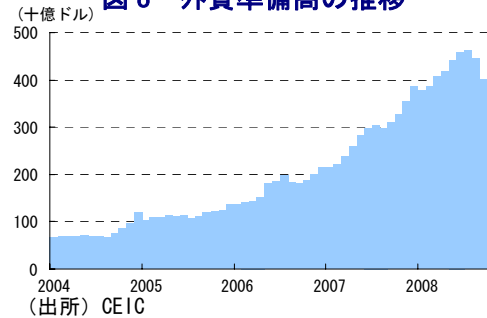


図9 消費者物価の推移(前年比)

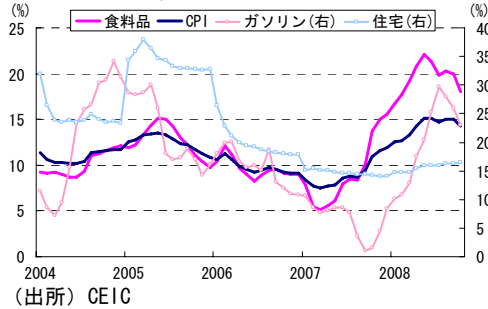


図10 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

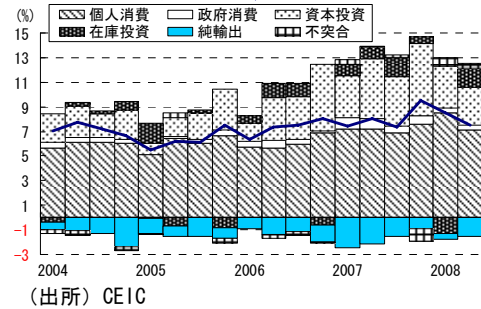


図11 M2 と国内信用の推移(前年比)

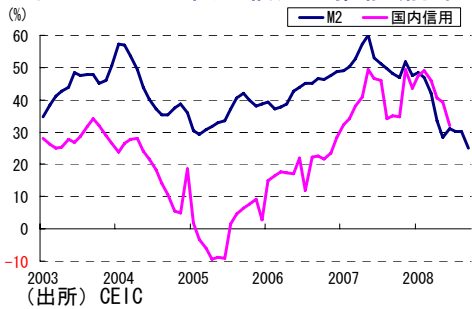
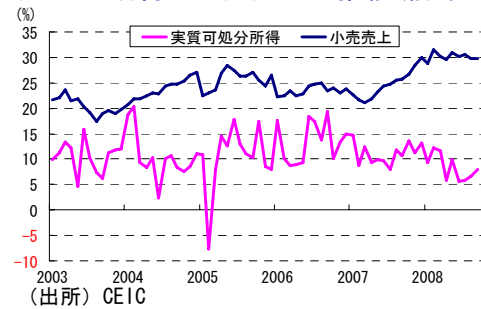


図12 所得と小売上の推移(前年比)



《世界経済減速懸念による商品価格暴落は力強かった財政の姿を一変、危機対応への自由度を損う懸念も》

- 同国は昨年世界2位の産油国であったことから、足元では原油価格はピークアウトを迎えて低下しているものの、依然として輸出の伸びは高止まりが続いている。その一方で輸入も高止まりが続いているが、貿易収支は足元でも黒字幅の拡大が続いている(図13)。こうしたことから、足元でも経常収支は黒字を拡大していると考えられる(図14)。ただし、公表されている4-6月期までは国際収支では、海外からの投資資金の流入が続いたことで外貨準備の増減を示す総合収支も大きく上振れしてきたことが分かる(図15)。しかし、8月の同国によるグルジア侵攻によって海外からの投資資金が流出していることで大きく潮目は変わり、外貨準備が過去最大となった7月末からの3ヶ月間で約625億ドルの外貨準備が減少している。
- 投資資金の流出に呼応する形で通貨ルーブルには減価圧力が強まっている(図16)。とりわけ、ルーブルはここ数年通貨バスケットに占める米ドルの割合を低下させ、ユーロや英ポンドの割合を高めたことで増価基調を強めて来たが、世界金融危機によりこれらの通貨に売り圧力が強まっていることも、ルーブル安に拍車を掛けることとなった。こうした動きは輸入インフレによる物価上昇のみならず、金融当局による為替安定のためのルーブル買い(ドル売り)介入を通じて外貨準備の減少という副産物を生み出している。とりわけ、同国はここ数年の原油や穀物価格の上昇を背景とする経済成長を謳歌して来たが、米国発の世界金融危機の影響による世界経済の減速懸念が強まる中でこれらの商品価格は足元で大きく下落している。同国政府は、今年度の国家予算での前提となる原油価格を70ドル/バレル程度としているが、足元ではこのレベルを大きく下回る状況が続いており、これまで原油収入の上振れによって拡大基調を強めて来た財政黒字が先行き縮小する懸念が高まっている(図17)。さらに、足元の世界金融危機に際しては、株式市場のPKOや景気刺激のための財政出動といった形で財政への負担が高まる要素が多い中、ここ数年は歳入拡大によって保たれて来た財政規律が大きく損なわれることで長期金利が上昇すれば、利払い負担の増大によりさらに財政の自由度が奪われることになろう。そうしたことから景気刺激に向けたファイナンスも困難となり、景気減速も避けられないであろう。

図13 輸出入の推移(前年比)

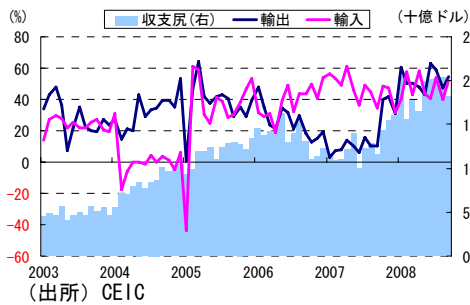


図14 経常収支の推移

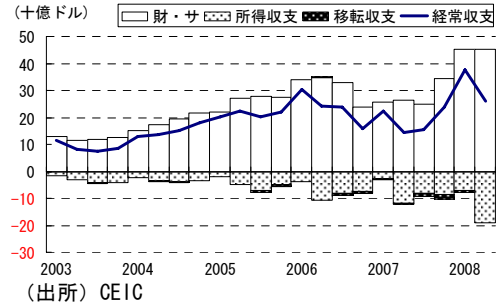


図15 国際収支の推移

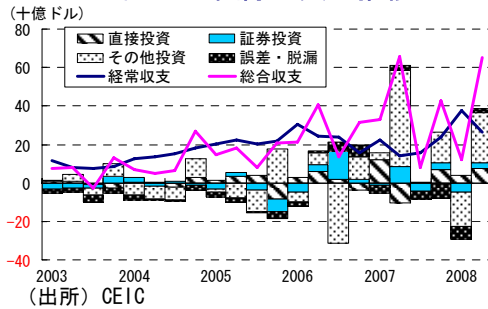


図16 為替相場の推移

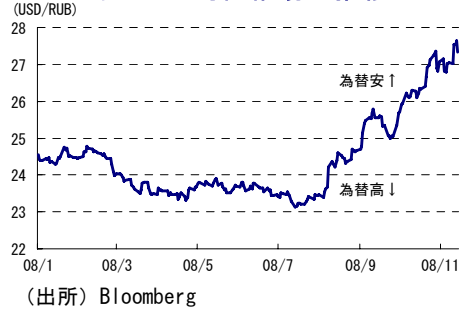
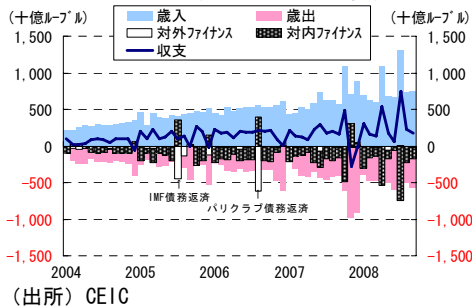


図17 財政収支の推移



《ロシア政府の強硬路線によるリスクが払拭出来ない限り、外部環境の悪化も景気減速を強める材料になる》

- 足元の世界金融危機は、この週末の G20 を経ても解決に向けた具体的な対策が示されることなく終わっていること、同国の政治的リスクを背景とするソブリンリスクへの懸念が依然として払拭されていないことを考えると、先行きも海外から同国への投資資金の回帰を望むことは当面難しいであろう。したがって、これまで同国の国際的な信頼を高めて来た外貨準備などには、通貨ルールに対する海外からの売り圧力への防衛から為替介入が行われるとみられ、下押し圧力が掛かる事態は避けられそうにない。とはいえ、依然として外貨準備は 4,000 億ドル程度と高い水準で推移していることもあり、危機的状況に陥る可能性は極めて低いと言うことが出来るであろう。
- 一方、原油価格の高騰を背景に好調さを保って来た財政についても、世界経済の減速による需要見通しの減少から足元では急速に値を下げており、予算想定を大きく下回る状況が続いている。OPEC 諸国による減産の可能性が高まる一方、世界金融危機が世界の实体经济そのものの減速をさらに進める懸念もあり、予想以上の需要鈍化に陥る可能性が高まる中、価格維持に向けた有効な方策とはならないとみられる。そうなれば、これまで景気拡大の一翼を担って来た財政支出や原油収入の上振れ分を元にした基金の勢いは急速に失われることとなろう。また、インフレについても金融危機下における金融安定化策のため、当局は緩和姿勢を強めており、先行きにおいてもインフレ圧力は当面残存する可能性が高い。雇用環境は 9 月の指標までは力強さが残っているものの、雇用者数の伸びに頭打ち感が出ていること、鉱工業生産も鈍化基調が強まっている

こと、商品価格の下落で輸出の勢いも先行き鈍るとみられることから、雇用環境の悪化により鈍化基調にあった給与の遅配が増大し消費への下押し圧力が強まることも懸念される（図 20）。また、鉱業部門では同国での「オイルピーク」にあるように投資効率の低さが課題となって来たが、海外からの資金流入が先細ることで生産の減速感はさらに強まるものと予想される。

- 世界金融危機への一連の対応の中で、同国の金融市場は国際場裏における協調姿勢と表面的には歩調を合わせる姿勢を見せつつも、実態的には政府による関与を強める方策が前面に立っており、先行きも資本市場としての自由度は大きく損なわれる状態が続くであろう。元より同国への投資に関しては、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。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ここにきて強硬路線を採る姿勢を強めるなど、「変わらないロシア」を印象付けており、海外投資家の資金逃避を助長させた。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」が再発したが、米国の次期大統領にオバマ上院議員が就任することとなったことで風向きが変わる可能性も少なからずある。しかしながら、当面のところはロシア経済にとって追い風が吹く状況を期待するのは難しいことには変わりないと言える。

図 18 雇用環境の推移

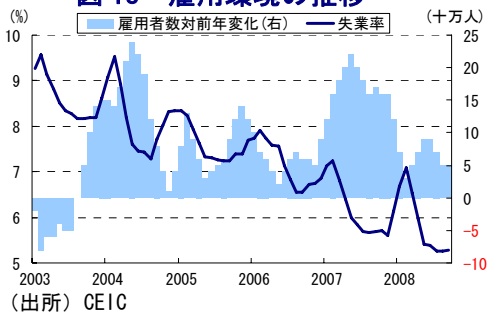
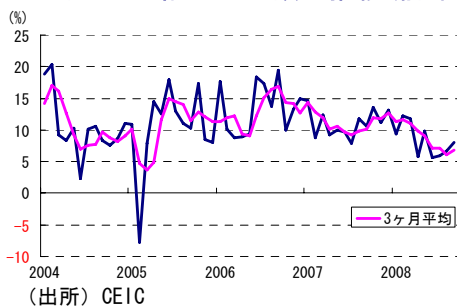


図 19 鉱工業生産の推移(前年比)



図 20 給与遅配額の推移(前年比)



以上