



## ロシア経済事情：世界的な景気後退を経て際立つ「特殊性」

～海外資金の回帰が難しい中、2009年は大幅マイナス成長が避けられない見通し～

発表日：2009年3月3日（火）

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)

- 2000年前後における活発な原油・天然ガス開発と、その後の商品市況の急騰を追い風とするオイルマネーと特殊な経済運営で高成長を享受したロシア経済だが、足元では商品価格の急速な下落、グルジア侵攻とリーマンショックを経て資金流出の勢いが強まっている。その結果、内需を押し上げた過剰流動性の剥落と折からのインフレ圧力でその勢いが弱まった上、世界経済の後退で外需も萎むなど生産の下押しも強まっている。その結果、昨年10-12月期は急激な景気後退を迎えている。
- 同国は食料品などを依然として輸入に依存する中、資金流出による通貨ルーブル安がインフレ圧力を増く要因となっている。その結果、景気減速状況の中でも利下げによる金融緩和が難しい状況が続いている。また、原油価格の急落で予算上想定した歳入の確保が難しくなっているが、過去の上振れした際の準備金により予算手当を行う見通しが強まっている。一方、海外資金の流出による外貨の逼迫で民間部門のデフォルトリスクが高まる中、政府は「救済」を名目に経済への介入の度合いを強めており、経済政策の不透明さが一段と高まる懸念がある。
- 過去数年の原油収入を背景に外貨準備は依然として世界3位にあるが、過去半年で1,200億ドルも減少するなどの危うさもある。対外債務の構造を考えれば、民間債務の整理が起こる可能性は低い一方、政府の政策意図が不透明さを増す中で、その潜在的リスクは高まりつつあるとも判断出来る。それは、国際場裏における合意に対して表面的には従う様子を見せつつ、自国内では自国産業の保護に走る姿勢を強めていることにも現れている。こうした「異常さ」は今後も際立つ可能性が高いと考えられる。
- 資金流出により昨年後半から急速に下落した株式市場は底這い基調が続いているが、金融不安が依然として熾る中では先行きも厳しい展開が続くと予想される。一方の通貨ルーブルについても、潜在的リスクがネックとなって売り圧力が強まっており、政府の為替政策に対する一貫性のなさがその勢いに拍車を掛けているとも考えられる。今年1月にはIMFや同国政府が2009年のロシア経済の見通しとしてマイナス成長となることを示したが、10-12月期の急減に伴うゲタや海外資金の状況を考えると、その見通しを上回る大幅マイナスが避けられないものと予想される。

### 《資源高を背景とする成長モデルが行き詰まり、世界的な信用収縮の余波でロシア経済は急速にクールダウン》

- 1998年の経済危機後、一時は国家破綻の危機に直面したロシアだが、その後は莫大な原油や天然ガスをはじめとする資源開発によるオイルマネーの流入と、それを巧みに操る政府という純粋な意味での資本主義とは一線を画す経済運営により高成長を享受した。しかし、世界的な景気後退による資源価格の急速な下落によるオイルマネーの縮小、政府による経済への関与の度合が高まっていることによる外国資金の警戒感の高まりで同国への流入資金は急速に細った。そこに昨年8月の同国によるグルジア侵攻で政治リスクへの関心が高まったこと、さらに、翌9月のリーマンショックによる世界的な信用収縮で資金流入は完全に細り、逆に流出の勢いが強まった（図1）。
- その結果、オイルマネーなどの海外からの流入資金により過剰流動性が発生し、それらが所得増を通じて個人消費をはじめとする内需の押し上げに貢献する構図は崩れた。その結果、ここ数年に亘って高い伸びが続いてきた個人の実質所得は、折からのインフレ圧力の高まりによって頭打ちとなっていたものの、足元では

前年比マイナスにまで鈍化している（図2）。さらに、企業部門の中には折からの金融危機の影響で流動性不足に陥るところも現れ、ここ数年は好景気を背景に減少していた給与の遅配が昨年後半に急速に増大している（図3）。そうした実質所得の伸びの鈍化や遅配の増大によって個人消費の勢いは削がれることとなり、内需の減速基調を一段と強めている（図4）。

- さらに、昨年7月半ばをピークに原油価格が一転して下落しているほか、リーマンショック後は世界的な景気後退によって需要が縮小したことで、同国の主要輸出財である鉱物資源に対する需要も低下した。その結果、輸出は足元で急速に減少し（図5）、内需も頭打ちを強めていることで生産全体も頭打ちを迎えることとなった（図6）。このように、ロシア経済を牽引してきた世界的な資源需要の高まりを背景とする輸出と、それによるオイルマネーの還流などによってもたらされた内需の押し上げという構図が崩れたことで景気は鈍化基調を強めている（図7）。ロシア政府は2008年通年の実質GDP成長率を前年比+5.6%と公表しているが、この伸び率から試算すると、10-12月期は前年比+1.0%程度まで大幅に減速していることとなる。

図1 証券投資純流入額の推移

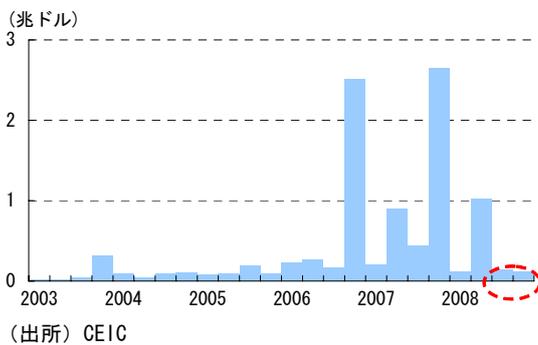


図2 実質所得の推移(前年比)

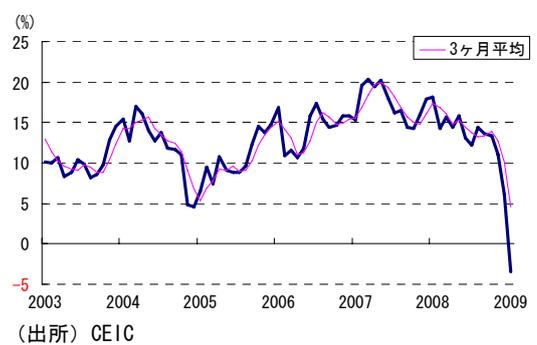


図3 給与遅配額の推移

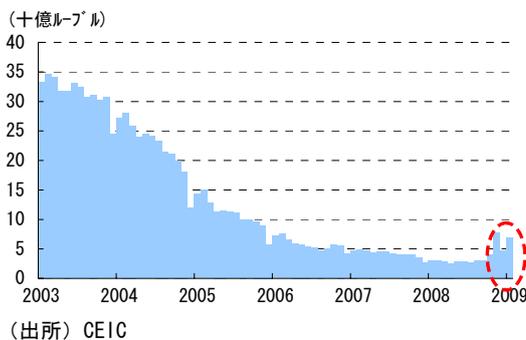


図4 小売売上高とインフレ率の推移(前年比)

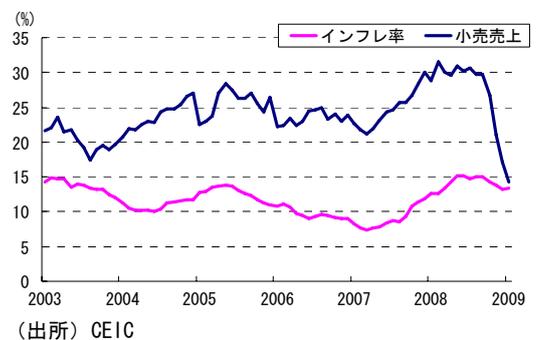


図5 輸出入の推移(前年比)

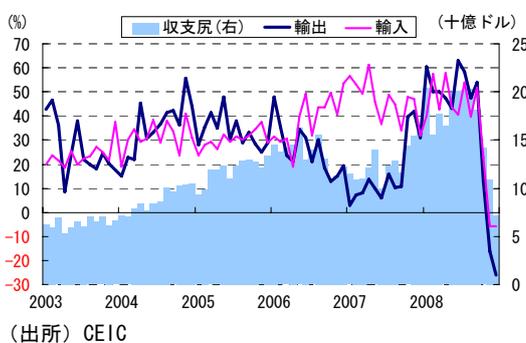


図6 鉱工業生産の推移(前年比)

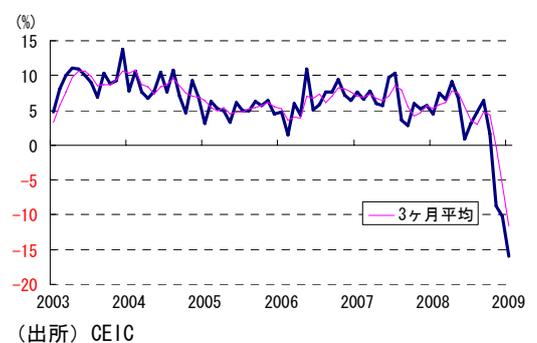
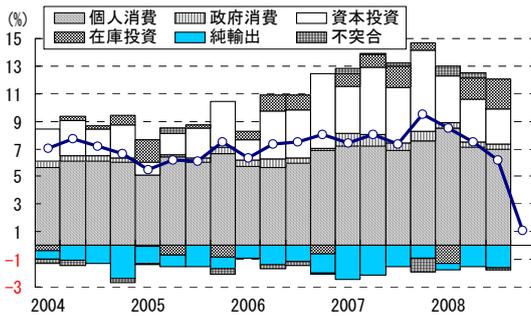


図7 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



(出所) CEIC

《為替安でインフレ懸念が残る中、新年度予算は準備金で歳出規模を確保。景気対策は政府統制色を強める》

- 同国では、旧ソ連時代の名残から食料品などの日用品については依然として周辺国から輸入している。したがって、一昨年後半以降の原油価格の高騰に端を発する世界的な商品市況の急騰に際しては、輸出財である鉱物資源価格の高騰の恩恵を受けた一方、輸入食料品価格の上昇によるインフレの影響を受けた(図7)。昨年7月をピークに原油価格は急落してガソリン価格は低下したものの、一部を輸入に依存する食料品については通貨ルーブルが足元で大幅に減価したことで輸入物価が高止まりしており(図8)、インフレ率も高水準で推移し続けている。こうした状況から、足元では景気の減速懸念が強まる中でも金融当局は金融緩和姿勢を採ることが出来ず、直近では昨年12月に政策金利を200bp引き上げて13.0%となっている(図9)。
- 一方、ロシアでは3ヵ年を対象とする複数年予算が採用されているが、2009~11年予算では採択時点での原油価格を1バレル=95ドル(ウラル原油)と想定していた。その後は原油価格が急落したことで、財政赤字が政府目標(対GDP比8%)を超える可能性が高まったことで、今年2月初めにはプーチン首相が1バレル=41ドル(同)として歳出を見直すよう指示した。政府が財政赤字に対して上限を設ける要因には、インフレを沈静化させる目的がある一方、景気減速下での歳出削減は下支え要因を失わせる懸念もあり、政府内での調整に手間取るなど予算編成作業は難航した。最終的には、2009年は財政赤字の拡大を容認することとなり、そのために2.7兆ルーブル(約72億ドル)を「安定化基金」などの準備金から拠出する方針が示された。この結果、財政赤字は対GDP比8%となるが、見直しが行われた際に危惧された金融セクター支援も含まれるなど、景気対策への影響は限定的とみられる。
- グルジア侵攻に始まった海外資金の流出の動きは、その後のリーマンショックで勢いを加速させ、金融市場では流動性の逼迫感が強まった。給与の遅配が問題となるなど個人消費にも深刻な影響をもたらしかねない状況から、政府は昨年11月に総額5,500億ルーブル(約153億ドル)の景気対策を公表した。そのうち4,000億ルーブル(約111億ドル)は法人所得税の減税が行われる方針が示されている。また、政府は新興財閥を含む民間企業の多くが欧州の金融機関を中心に対外債務を急拡大させたことに懸念を表明しており(図10)、「戦略企業リスト」として、政府が外貨準備などを利用して外貨の資金繰り支援を行う企業をリストアップしており、政府による企業統制色を強める方向に動いている。信用収縮による流動性逼迫、資源価格の急落による業績見通しの悪化、さらに、株式市場などの資本市場の急速な下落など、新興財閥をはじめとする民間部門は窮地に陥り雇用環境も急速に悪化している(図11)。先行きも政府による介入度合いは一段と高まると予想される。

図7 消費者物価の推移(前年比)

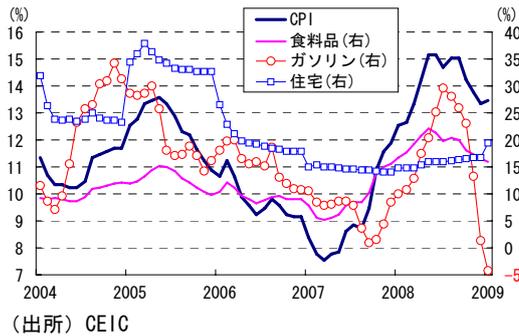


図8 為替相場の推移

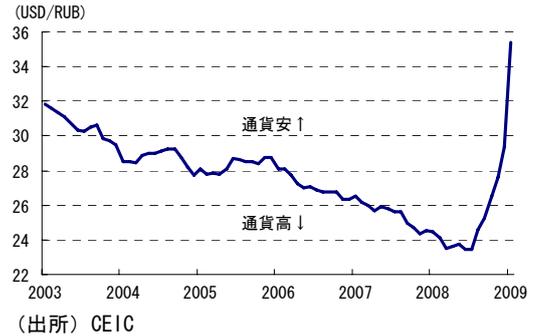


図9 政策金利の推移

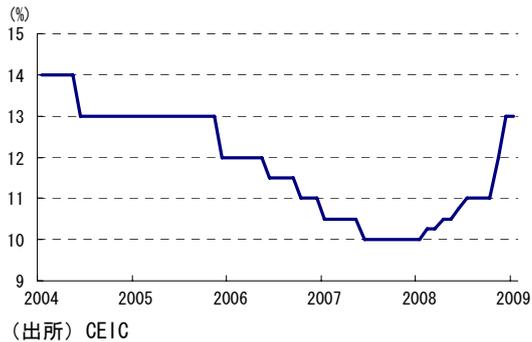


図10 対外債務残高の推移

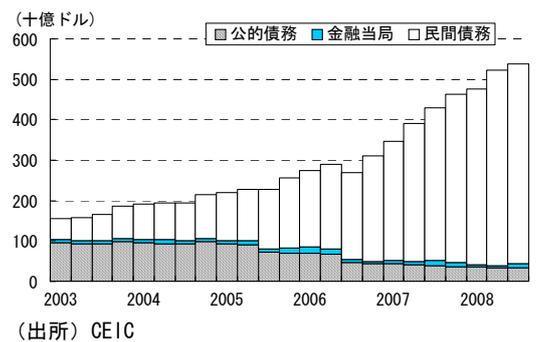
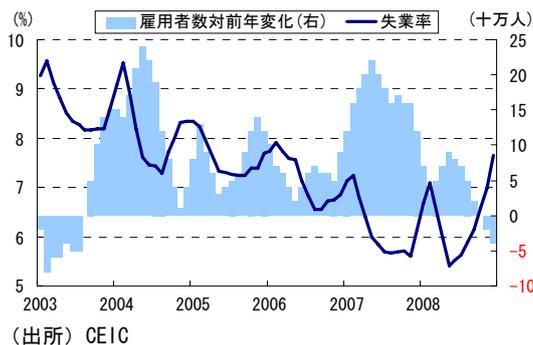


図11 雇用環境の推移



### 《過去数年の商品市況の改善により外貨準備に厚みも、政府の方針の不透明さがリスクを際立たせる状況に》

- 同国ではここ数年に亘る国内金利が比較的高水準で推移してきたのに対して、欧米などの先進諸国では景気減速懸念が台頭してきたこともあり、金融緩和姿勢を強めたことで内外金利差が生じ易い環境下にあった。そうした状況から、国内の新興財閥をはじめとする民間企業は欧州系金融機関などから短期の対外借入による資金調達を拡大させてきた(図12)。その一方、ロシア経済全体では原油や天然ガスの旺盛な輸出に加えて価格急騰が後押しする形で貿易収支が拡大し、外貨準備の積み上げに繋がってきた(図13)。外貨準備高は一時的に4,600億ドル超に達し、その後は急速な資金流出の影響で今年1月末時点では3,466億ドルまで減少したものの、依然として中国、日本に次ぐ世界3位の規模にある。
- 外貨準備の規模が短期債務残高の数倍に上ることから、単純に考えれば、先月報道された民間債務の整理といった事態は起きにくいと言える。ただし、上述のように足元で資金繰りに窮する新興財閥の支援に際しても、政府の意向が大きく左右していることを勘案すれば、外貨準備を用いてまで支援する必要がないと判断される企業が出る可能性は少なくないと考えられる。また、昨年後半の資金流出により外貨準備が急速に減少したこと、原油をはじめとする商品市況の一段の下落懸念を主因に、主要格付機関が見通しの引き下げや格付そのものの引き下げに動いており、依然としてすべての機関で「投資適格」のレベルにあるものの(図

14)、その潜在的なリスクは高まりつつあると言える。

- また、G8 や G20 などの国際場裏においては保護貿易主義を拒否する姿勢に同調するなど、表面的には各国と歩調を併せる姿勢をみせつつも、実際には昨年 12 月に自動車の輸入関税引き上げに現れるように国内産業の保護を進めているほか、政府による経済への関与を強める動きが散見される。こうした状況から海外投資家をはじめ、多くのプレイヤーがロシア市場から資金を引き上げる動きを加速させたが、先進諸国の景気回復が遅れる中でロシアの「異常さ」が一層際立つ可能性が高まっており、資本市場の自由度が低下する傾向は今後も続くものと予想される。

図 12 対外債務残高の推移

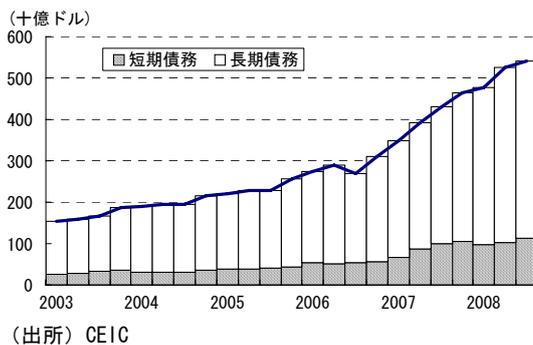


図 13 外貨準備高の推移

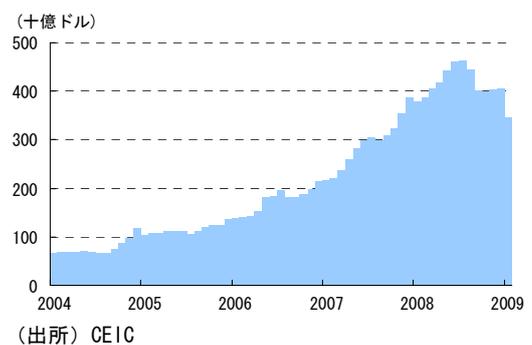
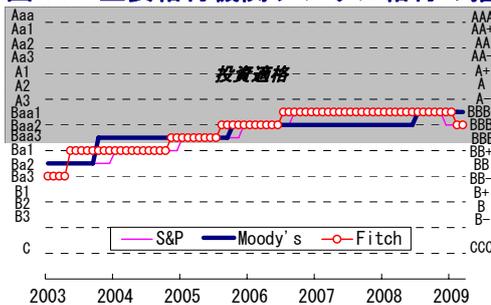


図 14 主要格付機関ソブリン格付の推移



### 《海外資金のリスク回避姿勢が強まる中、2009年のロシア経済は大幅のマイナス成長を余儀なくされる見通し》

- 同国から海外への投資資金の流出に際しては、株式などの資本市場での売り圧力が強まり、代表的な株価指数である RTS 指数は、昨年半ばにピークを迎えた後は急速に下落し、足元ではピークの 5 分の 1 程度となっている。しかしながら、世界的な景気後退により投資家のリスク許容度が大きく低下する中、同国市場のリスクの高さが際立っていることも影響する形で買いが戻る様子はなく、底這いで推移している (図 15)。先行きもリスクマネーの回帰が期待出来ない上に、同国では経済への政府関与が高まるなど、市場を巡る不透明感が際立っていることもあり、資金の流入を期待することは極めて厳しいと予想され、短期的な売りに翻弄される局面が続くとみられる。
- 一方、同国でも景気後退懸念が強まっていることで、輸出振興を図る観点から金融当局が通貨ルーブルの切り下げを容認する姿勢をみせたことで、昨年後半以降は急速なルーブル安が進んでいる (図 16)。しかし、極端なルーブル安はここ数年に亘り拡大した対外債務の債務負担の増大を招き、その懸念から資金流出をさらに誘発する可能性を高めることもあり、足元では当局が容認するレンジを超えて売り圧力が強まる局面に至ったことで、当局が急遽ルーブル買いの為替介入を行うなど、政策に一貫性が欠ける展開が続いている。外貨準備の規模などを見れば、ロシア発の通貨危機が起こる可能性は極めて低いと考えられる一方、過去半年程度で外貨準備が 1,200 億ドルも減少した状況を考えると、引き続き海外投資家による資金の動きが鍵を握るとみられる。

- 足元ではインフレ懸念が依然残っている上、前年 10-12 月期には極端に景気減速が進んでいるとみられ、2009 年のロシア経済を取り巻く環境は極めて厳しい状況にある。さらに、新興財閥を中心に年内に海外の金融機関からのシンジケートローンの返済期限を迎えるために借り換え需要が増大する一方、海外資金の引き上げにより外貨調達が難しくなっていることで、政府に支援を求める動きが予想される。政府による民間企業の「乗っ取り」行為が横行すれば、海外からの資金は同国からの逃避を強めることとなり、一方で非効率的な運営が蔓延すれば、景気後退懸念が一層強まることになろう。今年 1 月の IMF の見通しでは、2009 年のロシア経済の成長率は前年比▲0.7%となっているほか、同月にロシア経済発展省が公表した見通しでも、従来見通し（同+2.4%）から大幅引き下げとなる同▲0.2%とされている。しかし、昨年 10-12 月期の大幅減速によるゲタを勘案すれば、これらの数値の達成のためには海外からの資金が大幅に回帰することが前提となっていると言え、現実的には大幅なマイナス成長に陥る可能性が極めて高くなっていると判断される。

図 15 株式相場の推移 (RTS 指数)



図 16 為替相場の推移



以上