



ロシア経済事情：インフレ圧力は落ち着く気配をまったく見せず

～金融当局は、4月の政策金利引き上げに続き、7月から商業銀行向け預金準備率の引き上げを決定～

発表日：2008年5月27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)

- 22日に公表された4月の消費者物価は、対前年同月比+14.2%と前月（同+13.3%）から加速したことを受け、ロシア中央銀行は26日、4月28日の政策金利の引き上げ決定に続いて、国内インフレ圧力の抑制を目的に7月1日から商業銀行向け預金準備率を引き上げる決定を行った。今回の準備率引き上げにより、個人預金に対する準備率は5.0%、外貨建借入に対する準備率は7.0%となる。
- 足元のロシア経済は、世界的な原油価格の騰勢を背景に、原油関連企業の業績好調による雇用環境、所得の向上により内需主導による経済成長を達成している。また、潜在的市場を目指す海外からの投資流入が経済を押し上げ、構造改革による産業多角化を進展させてきた。しかし、国内の資金需要の高さから、民間部門における対外借入が急増する等、対外的な脆弱性を高める懸念が強まっていた。
- 原油価格の高騰による貿易黒字の拡大は、投資資金の流入と相俟って外貨準備が4月末時点で4,204億ドルに達しており、国際的な信認を高めた。さらに、このところの米英等の先進国金融当局の緩和策により内外金利差が拡大、投機資金の流入による過剰流動性の発生は、内需押し上げによる需要インフレに加え、資産インフレ懸念を高めている。その上、世界的な食料品価格の上昇によるコストプッシュ型インフレは、足元のインフレ圧力をさらに高めていると考えられる。
- 今回の準備率の引き上げ決定に際して、金融当局は商業銀行全体での負担が200億ルーブル（約8億ドル）になることを示し、負担の軽さについて言及する一方、インフレ抑制効果に対しては言及を避けている。世界的な資金余剰感が強い中、依然として内外金利差を目指す投機資金の流入は続くものとみられ、対外要因による過剰流動性が引き起こすインフレ圧力は残存が懸念される。結果的に、次回の金融政策委員会ではさらなる緊縮姿勢が強まると言えよう。また、投機資金の流入により、通貨ルーブルの対米ドル為替相場も当面は増価基調が続くものと見込まれる。

《国内のインフレ圧力は、依然として落ち着く気配を見せていない》

- 22日に公表された4月の消費者物価は、対前年同月比+14.2%と前月（同+13.3%）からさらに加速、金融当局が掲げるインフレターゲット（8.5%）を大きく上回る状況が続いている（図1）。ロシアでは、今年に入ってから2月と4月の2度に亘り、政策金利の引き上げが実施されているものの（図2）、足元では海外からの投資資金の流入が依然として旺盛であることから、過剰流動性による内需の押し上げが続いているほか、世界的な食料品価格の上昇がコストプッシュ型インフレとして影響を及ぼしている。今回は、インフレ抑制を目的としつつも、金利引き上げにより国内景気を急激に冷え込ませることを懸念していると考えられ、ロシア中央銀行は26日に、商業銀行向けの預金準備率を7月1日から引き上げる決定を行ったものとみられる。具体的には、個人預金向けの準備率を50bp引き上げて5.0%に、外貨建借入向けの準備率を150bp引き上げて7.0%とする。

図1 消費者物価の推移(前年比)

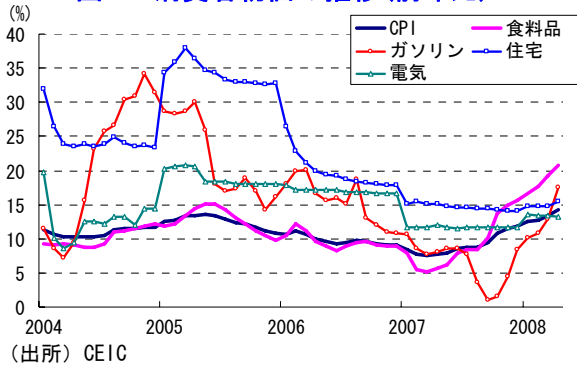
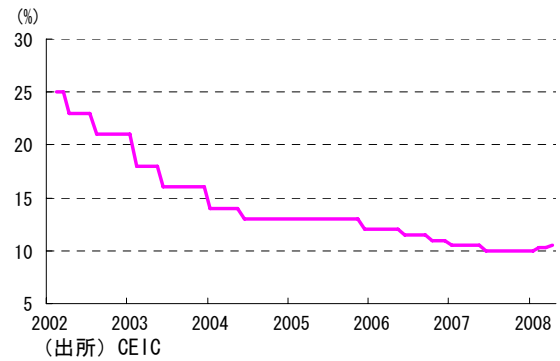


図2 金融政策の推移



《足元のロシア経済 ～旺盛な内需による高成長を享受、さらに国際的な信認の高まりが投資を呼び込む～》

- 足元のロシア経済は、世界的な原油価格の騰勢を背景に、原油関連を中心とする企業業績の好調さから雇用環境が大きく改善し（図3）、足元のインフレ圧力の高まりにも拘らず、家計の実質可処分所得は高い伸びを示す等（図4）、個人消費を中心とする内需が底堅く推移している（図5）。また、ここ数年の経済改革により、鉱工業から製造業・サービス業への産業多角化が進められる中、ここ数年の国内金利が低下基調で進んだ影響から、鉱工業生産は製造業を中心に足元の生産が伸びている（図6）。こうしたことを背景に、家計及び企業部門による資金需要は高止まりの状況が続いている（図7）。
- また、企業部門では海外からの事業投資増大に加えて、先進国の金融当局の金融緩和による金利低下、そして、足元の原油価格の騰勢から原油採掘の採算性のハードルが下がったことで、民間部門における対外借入が増大基調を強めている（図8）。対外借入を巡っては、1998年の通貨危機以降、政府部門では財政規律強化により公的債務の圧縮に努めてきた一方、足元での民間部門における急拡大が対外的な脆弱性を高める懸念があった。今回の準備率引き上げ決定に際して、外貨建借入に対する準備率の引き上げ幅が大きくなった背景には、こうしたことがあるものと考えられる。

図3 失業率と雇用者数の推移

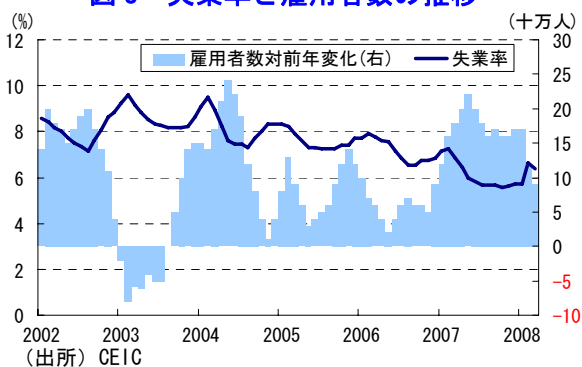


図4 実質可処分所得と小売上の推移(前年比)

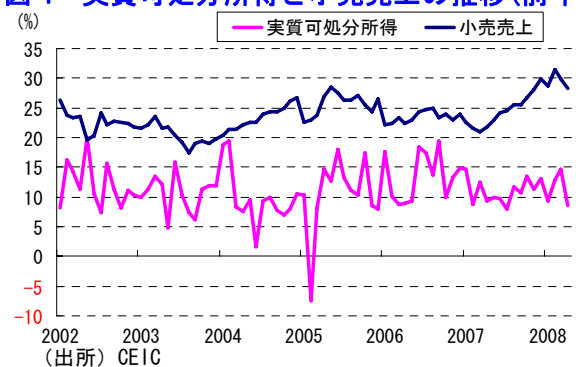


図5 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

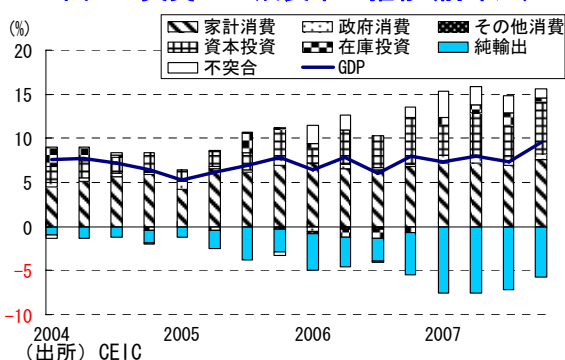


図6 鉱工業生産の推移(前年比)

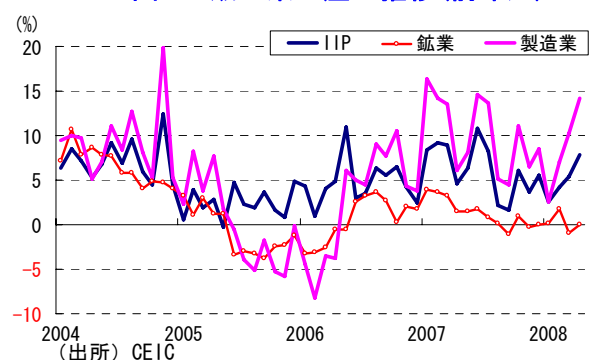


図7 国内信用とM2の推移(前年比)

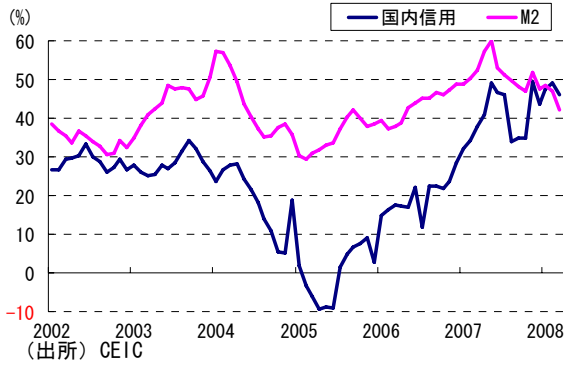
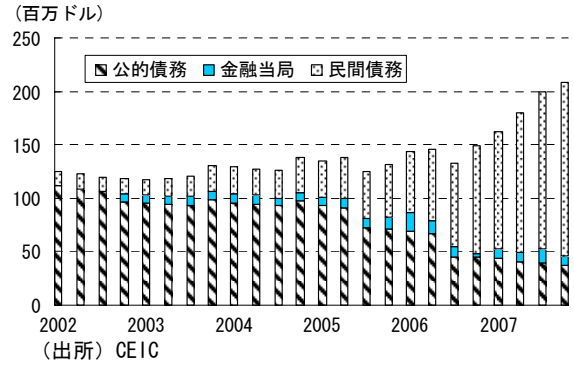


図8 対外債務の推移



- 国際収支面では、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、原油価格の騰勢の影響による堅調な輸出の伸びから、貿易収支は黒字で推移している（図9）。資源部門の投資は、主に海外からの投資資金に依存してきたことから、所得収支はマイナス基調にある一方、このところの財・サービス収支の大きさから、経常収支は大幅な黒字で推移している（図10）。海外からの投資資金の流入の影響から外貨準備は4月末で4,204億ドルに達しており（図11）、国際的な信認を高めている。
- ロシア経済の国際的な信認の高まりを背景とする投資資金の流入により、通貨ルーブルの対米ドル為替相場は増価基調が続いてきた（図12）。しかし、金融当局は14日に短期の投機資金の流入に対抗する観点から、為替介入について手法を変更する旨を表明し、足元では不安定な動きが続いている。とはいえ、原油価格の騰勢が続くと見込まれる情勢下では、増価基調に大きな変化が起こるとは考えにくい。また、投資資金の一部は株式や不動産といった資産市場に流入しており、同国の主要株式指標も足元で最高値圏に至っているほか（図13）、不動産価格も足元で上昇基調を強める等（図14）、資産インフレの懸念を高めていると言える。
- さらに、足元では世界的な食料品価格が上昇している影響から、同国は大麦及び小麦を主要輸出品としており、今年3月に国内の食料品の需給環境を安定化させることを目的に輸出規制関税措置の延長が発表された。小麦の国際相場は、3月のウクライナによる禁輸停止措置の表明以降は落ち着きを見せているものの（図15）、需給環境そのものが改善する状況には至っていないことを考えれば、春小麦の収穫期となる今夏頃までは、少なくとも現在の騰勢が続くものと見込まれ、コストプッシュ型インフレへの懸念が当面残るものと見られる。

図9 輸出入の推移(前年比)

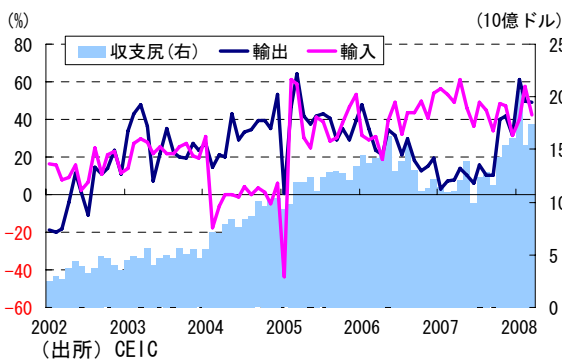


図10 経常収支の推移

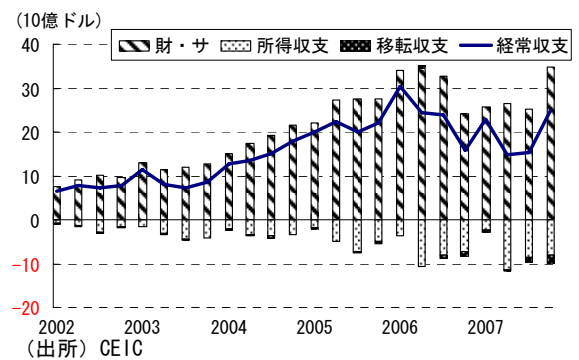


図 11 外貨準備高の推移

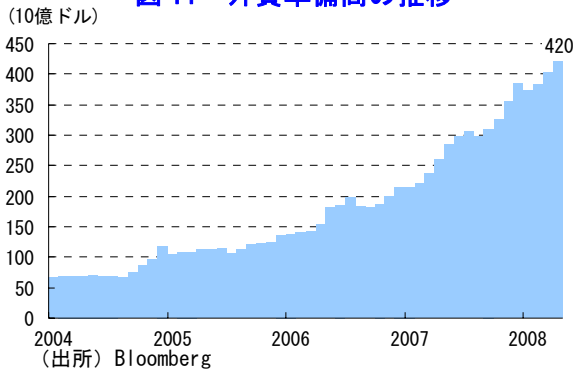


図 12 通貨ルーブルの対米ドル為替相場の推移



図 13 株式相場の推移

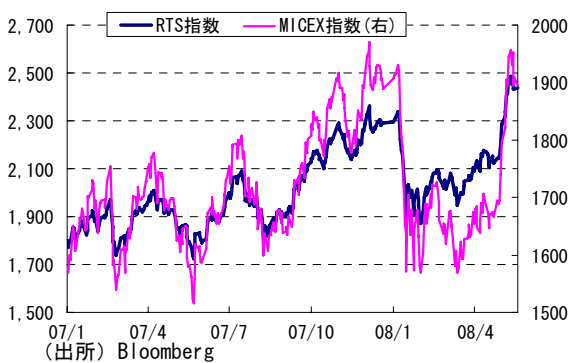


図 14 不動産価格と住宅用建設の推移

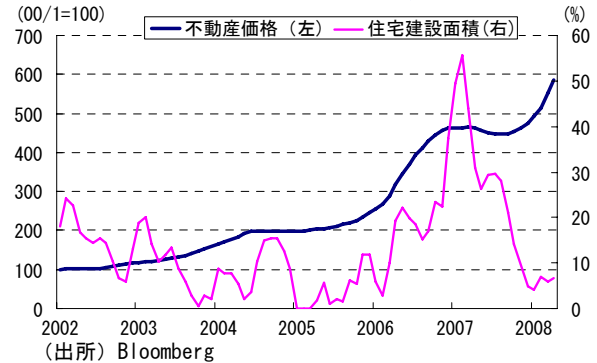


図 15 小麦・大麦の先物価格の推移



《先行きのロシア経済は外的要因によるインフレ圧力が残存、中長期の成長に向けた産業多角化が急がれる》

- 先行きのロシア経済は、当面のところは世界的な原油価格の騰勢が続くと見込まれる中、投資資金の流入が見込まれ、さらに内外金利差に着目した短期資金の流入も期待される。したがって、今回の預金準備率の引き上げにも、海外からの投資資金を要因とする過剰流動性の解消には至らないものと見込まれ、過剰流動性を要因としたインフレ懸念は残存すると予想される。また、原油及び食料品価格の上昇を背景とするコストプッシュ型インフレの圧力も当面続くものと見込まれることから、先行きの金融政策は緊縮姿勢を強めるものと見込まれる。
- 足元の世界的な原油価格の騰勢は、米国経済の情勢とそれにまつわる米英を中心とした先進国の金融当局の金融緩和姿勢との関連性が指摘されている。米国経済については、当面のところ本格的な回復基調に至るとは考えにくく、現在の金融緩和策から緊縮策に反転する状況に至るには相当の時間を要するものと見込まれる。しかし、過去の歴史を紐解けば、1990年代に発生した資源国における経済危機の端緒は米国による金利引き上げであったと考えられる。つまり、足元で減速する米国経済が本格的な回復に至り、金融政策が緊縮姿勢に舵が切られる時、原油価格の騰勢は冷え込み、資源国にお

る設備過剰が顕在化するのには想像に難くない。

- 往時と現在のロシア経済の違いを考えると、公的対外債務の小ささと外貨準備高の大きさが挙げられる。したがって、公的部門に関して言えば、米国経済の回復等の要因により短期資金が急激な資金逃避が起こった場合においてもショックを十分に吸収しうる体力をつけたと言えよう。一方で、足元で急拡大する民間部門の対外債務については、資金逃避が起こった場合、金融システムそのものにダメージを来す可能性も予見される。今回の預金準備率の引き上げによる民間対外債務への影響は十分なものとはならないと考えられ、金利引き上げに打って出るとしても、米国経済の回復前であれば、過剰な投資資金の流入をもたらすに過ぎない状況が続くものと見込まれる。
- 一方で、同国政府は、1998年の財政危機の後には基本的に緊縮的な財政政策を志向し、ここ数年の原油価格の高騰によって生じた石油収入を「安定化基金」として原油収入が減少した場合の財政補填を目的とする基金としてきた。今年2月には、安定化基金を当初の目的通りの利用に限定した「準備基金」と、年金等の国民生活の向上を図ることを目的とするソブリン・ウェルス・ファンドのような性格を有する「国民福祉基金（NWF）」に改組した。NWFについては今年10月までに投資戦略が策定される見通しであるが、国内市場への資金投入を当面予定しない旨を表明しており、資産市場に過剰投資が生じる懸念は消えていると考えられる。
- 幸いにして現在、ロシアにはその広大な土地と人口の多さという潜在性に着目した直接投資の流入が拡大しており（図16）、中長期的な成長性は高いと言える。そうした中長期的な潜在性を生かしていくには、これまで政府が取り組んできた構造改革による産業の多角化をより強固にしていくこと、そして、ロシア向けの直接投資を行う際に懸念される自由な経済活動に向けた取り組みを進めることが望まれる（図17）。日本企業によるロシアへの投資を巡っては、2004年のJTI現地法人に対する追徴課税問題、2007年のサハリンII事業におけるガスピロムの参画等、政府主導と思われる事業の乗っ取り騒ぎが記憶に新しい。政府が自由な経済活動を認めることは、このところよく話題に上るロシアにおける「オイル・ピーク論」を払拭するよい材料になるものと思われる。

図16 分野別直接投資流入額の推移

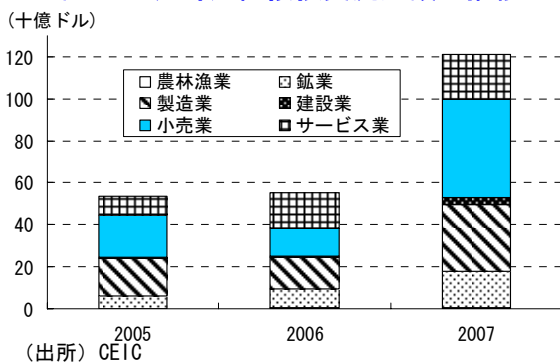


図17 投資先としての課題上位5項目

1 法制の運用が不透明
2 治安・社会情勢が不安
3 投資先国の情報不足
4 法制が未整備
5 他社との激しい競争

(出所) 国際協力銀行「わが国製造業の海外事業展開に関する調査(2007)」

以上