



ロシア経済事情：好調な成長の裏で「景気過熱感」への警戒強まる

～金融政策の引き締めを強める中、財政拡張策からの脱却と実のある産業の多角化が不可欠～

発表日：2008年6月19日（木）

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）

- 16日、ロシア連邦統計局が公表した1-3月期実質GDPは、対前年同期比+8.5%と依然として力強い成長の持続を示した。特に、ここ数年の実質賃金の高止まりによる消費財・住宅需要を中心とする家計部門が力強く、企業部門も投資を活発化させていることが影響している。その一方で、インフレの亢進が続く中で力強い内需により景気過熱感への警戒も強まっている。
- 世界的な商品市況の騰勢によるコストプッシュ型インフレに加えて、同国ではこれまでの好景気による企業業績の好調さを背景とする賃金上昇による需要インフレ圧力も高まっている。5月の消費者物価は対前年同期比+15.1%と、インフレの加速度が金融政策の引き締め速度を超えており、足元では実質金利がマイナス化する等、過剰消費/投資による景気過熱懸念もあり、先行きの金融政策は引き締め姿勢を強めていくものと見込まれる。
- 力強い内需にも拘わらず、原油価格高騰の影響から貿易収支は大幅黒字を計上しており、外貨準備は5月末時点で4,448億ドルと国際的な信任を集める材料となっている。同国の潜在性に着目した投資資金の流入は過剰流動性を生み、内需を押し上げることで需要インフレ圧力を生んでいる上、足元では資産インフレ懸念も生じている。その上、商品市況の高騰によるコストプッシュ型インフレも当面はその影響が残存するとみられ、先行きにおいてはインフレ圧力のさらなる高まりが懸念される。
- 先行きのロシア経済にとってはインフレ圧力が最大の懸念材料となるとみられるが、財政拡大が予定される中、景気過熱感を助長させないためにも政府による過剰需要を生まない対応が求められ、財政・金融政策の方向性の一致が求められよう。また、金融政策が引き締め姿勢を強めることで、投資資金の流入が見込まれることで、通貨ルールは増価基調を強めるものと見込まれる。

《インフレ圧力が強まる中でも、資源価格高騰を背景に押し上げられた力強い内需が経済を牽引》

- 16日、ロシア連邦統計局が公表した1-3月期の実質GDP成長率は、対前年同期比+8.5%と前期（同+9.5%）からは減速したものの、依然として力強い成長が持続していることを示した（図1）。特に、ここ数年は実質賃金の伸びが高止まりしていることを背景に（図2）、消費財や住宅需要を中心とする家計部門が力強く推移していることから、企業部門でも投資活動を活発化させていることが高成長に繋がっているとみられる。部門別では、建設が同+28.3%と高い伸びを示したほか、小売（同+11.9%）や農林漁業（同+8.5%）、製造業（同+7.6%）と全般的に高い伸びを続けている。同国では、世界的な商品市況の騰勢によるインフレの亢進が続く中で景気の下押し懸念がある一方、内需が力強く推移していることで「景気過熱」への警戒感も強まっており、先行きの財政・金融政策動向がポイントとなる。
- 同国内ではインフレ圧力が亢進し続けており、5月の消費者物価は対前年同月比+15.1%と前月（同+14.2%）から加速し、金融当局が掲げるインフレターゲット（8.5%）を超える状態が続いている（図3）。金融当局は今年に入って以降、2月と4月に政策金利の引き上げを行ったほか、5月には7月1日付けで預金準備率の引き上げを公表したものの、「口先介入」の域を出ないと判断されたのか、今月10日には今年3度目の利上げ（リファイナンス金利：10.5%→10.75%、レポ金利：6.5%→

6.75%) を公表している。しかし、金利引き上げによる内外金利差の拡大と、足元の原油及び穀物価格の騰勢を背景にした投資資金の流入が続いており、国内に発生した過剰流動性による内需の押し上げに加えて、足元の実質金利のマイナス化により過剰消費・投資を招いており、需要インフレ懸念を強めている。そこに、国際商品市況の高騰によるコストプッシュ型インフレの懸念も強まっている。

図1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

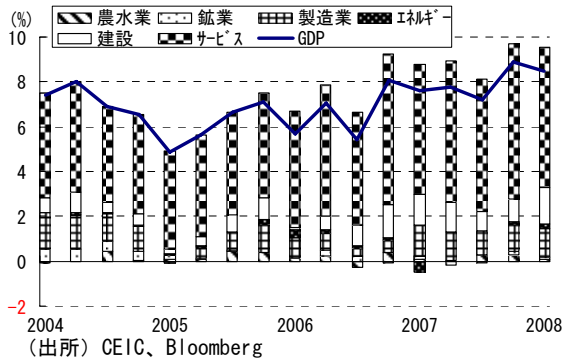


図2 実質賃金の推移(前年比)

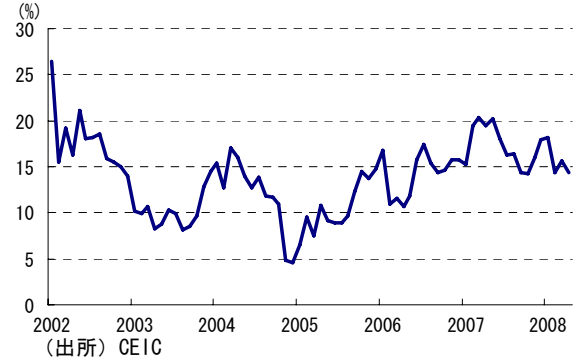


図3 消費者物価の推移(前年比)

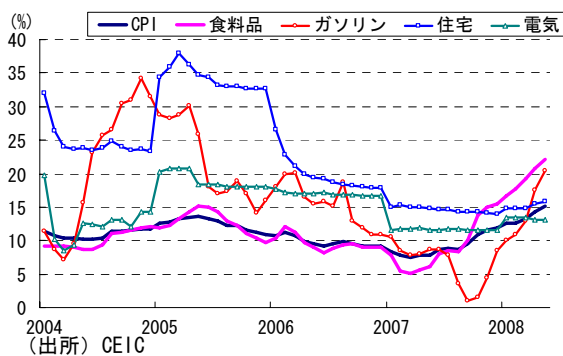
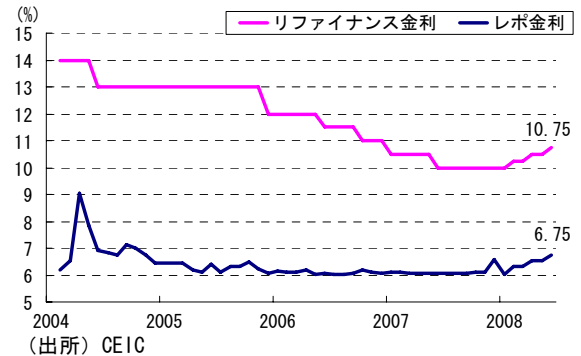


図4 政策金利の推移



- 世界的な原油価格の高騰を背景として原油関連を中心に企業業績が好調に推移しており、国内の雇用環境は改善していることから（図 5）、インフレ圧力が亢進する中にも拘らず、家計の実質可処分所得は高い伸びを維持しており（図 6）、その結果、小売売上も高い伸びが続くことで足元でも力強い内需が持続しているとみられる。さらに、プーチン前政権下で行われた経済改革により、それまでの鉱工業中心の経済構造から製造業やサービス業への産業多角化が進められてきたことに加えて、国内金利がここ数年に亘り低下基調を強めたこと、そして国内の力強い内需に対応する形で投資が活発化し、足元の鉱工業生産は製造業を中心に高い伸びを示している（図 7）。国内の消費及び投資の活発な動きが続く中でマネー市場では、年明け以降の金利引き上げにより鈍化しているものの、依然として資金需要は高い伸びを保っている（図 8）。
- 企業部門では、海外からの事業投資の増大に加えて、米英を中心とする先進国の金融当局による金融緩和の影響、さらに、世界的な原油価格の騰勢により原油採掘に係る採算ラインが大きく低下していることで、国内の民間部門による対外商業借入の受入が増大している。対外借入については、1998 年のロシア通貨危機以降、公的債務については財政規律の強化による圧縮に努めてきたものの、足元では民間部門による借入の急拡大が進んでいる（図 9）。とはいえ、同国の外貨準備は民間を併せた対外債務の 2 倍以上に及んでおり（図 10）、対外脆弱性が高まっているとは言えない。

図5 失業率と雇用者数変化の推移

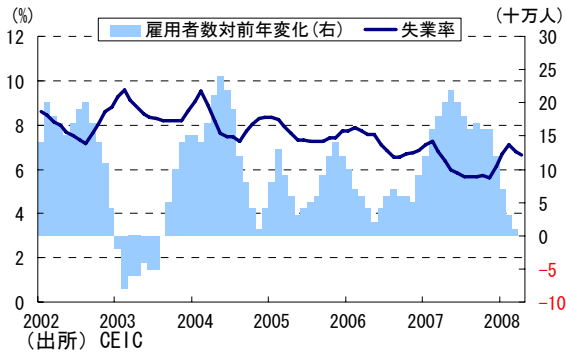


図6 実質所得と小売上の推移(前年比)

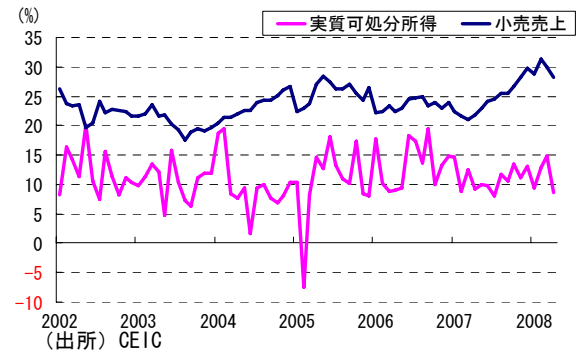


図7 鉱工業生産の推移(前年比)

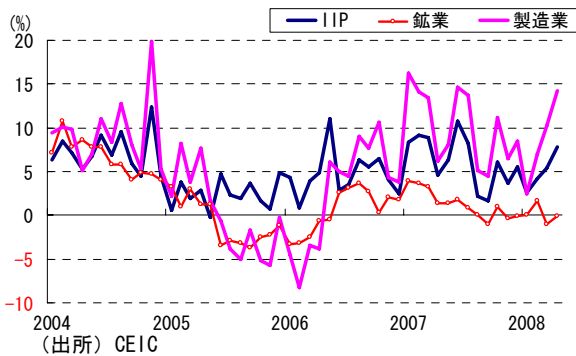


図8 M2と国内信用の推移(前年比)

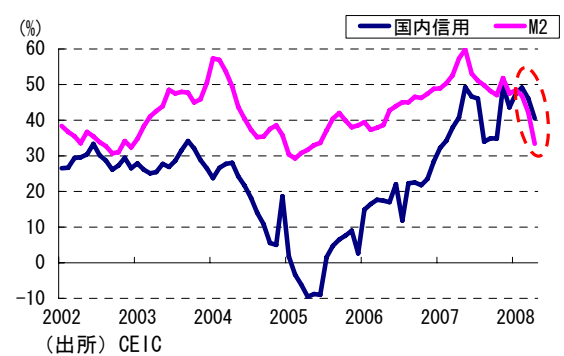


図9 対外債務の推移

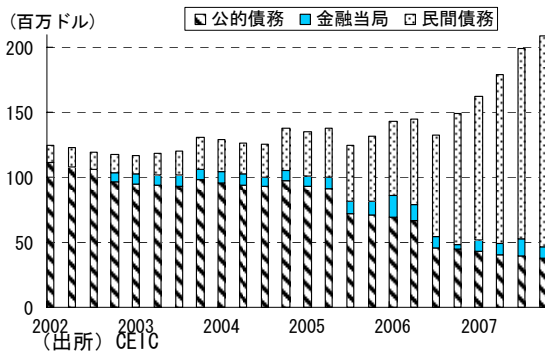
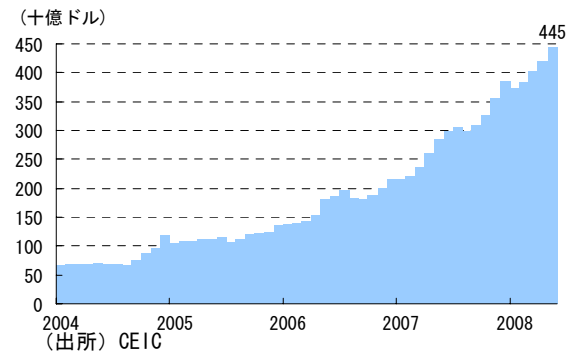


図10 外貨準備の推移



- 国際収支は、力強い内需を反映して輸入の伸びが拡大しているものの、国際的な原油価格の騰勢の影響から足元では輸出の伸びも拡大しており、依然として貿易収支は大幅な黒字を計上している（図11）。原油等の資源関連では、海外からの投資流入が盛んなことから、国際収支上の所得収支は赤字基調が続くものの、大幅な貿易黒字により経常収支は大幅黒字を計上し（図12）、外貨準備は今年5月末時点で4,448億ドルに達する等、同国経済に対する国際的な信任を高めている。
- 同国経済の国際的な信任を背景に、海外からの投資資金の流入が続いており（図13）、通貨ループルの対米ドル為替レートは増価基調が続いている（図14）。金融当局は先月、短期の投機資金の流入に対抗するため、為替介入を積極的に行う旨を表明したことで足元では不安定な動きが続いている。しかしながら、当面は原油価格の騰勢が続くものと見込まれる中、基本的には増価基調が強まる方向に変化が起こるとは考えにくく、今月10日には金融当局が事実上の増価容認を行ったことで、その勢いは強まるものと考えられる。また、海外からの投資資金の一部は、株式や不動産等の資産市場に流入しており、主要株式指標は最高値圏で推移しているほか（図15）、住宅関連では一時のピークは過ぎたものの、依然として建設件数及び価格の高止まり傾向が続いており（図16）、資産インフレの懸念が強まっていると言える。

- さらに、ロシアは小麦及び大麦の主要輸出国であるにも拘わらず、3 月には、5 月初めに期限が到来する予定であった小麦及び大麦向けの輸出規制関税措置を、国内での穀物の安定供給を目的に延長すると公表している。小麦の国際相場は、3 月にウクライナが禁輸停止措置を発表して以降はピークアウトを迎えたとされるものの、足元では米国での天候不順による不作懸念から再び価格が上昇基調を強めている（図 17）。ロシアの今年の作柄については不明な点が多いものの、輸出規制措置が取られているにも拘らず、食料品、とりわけパン等の小麦製品や乳製品価格の騰勢が著しく、早くとも春小麦の収穫期を迎える今夏までは現在の騰勢が続くものとみられ、コストプッシュ型インフレに対する懸念も残存しよう。

図 11 輸出入の推移(前年比)

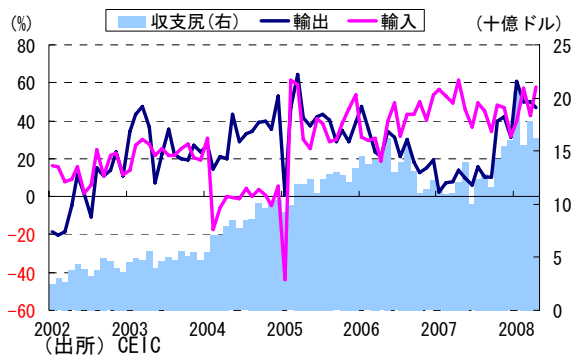


図 12 経常収支の推移

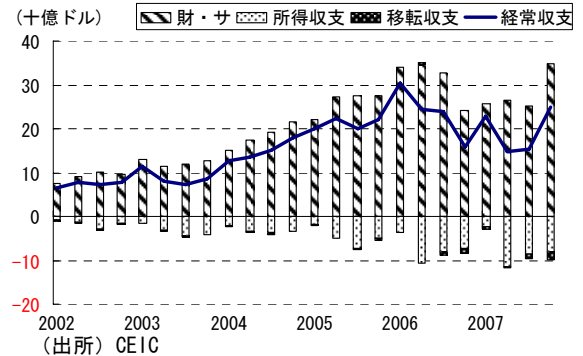


図 13 海外からの投資流入額の推移

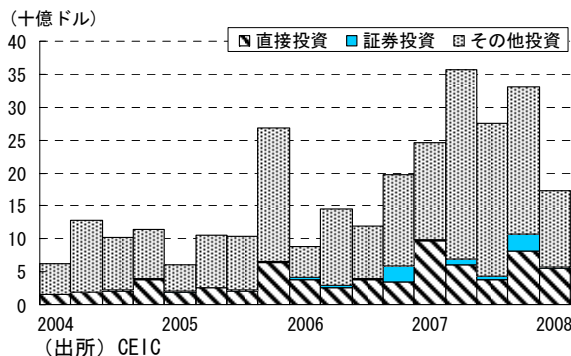


図 14 為替相場の推移



図 15 株式相場の推移(RTS 指数)

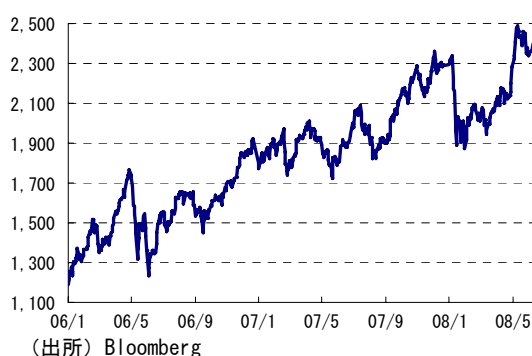


図 16 住宅関連指標の推移(前年比)

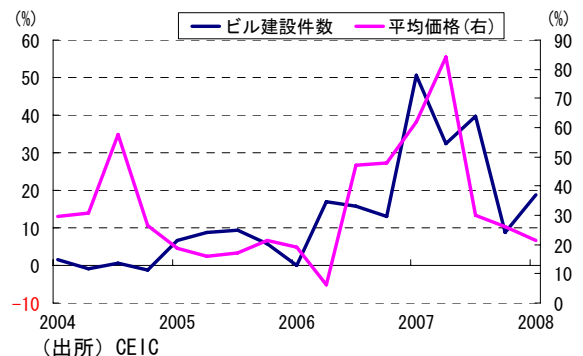
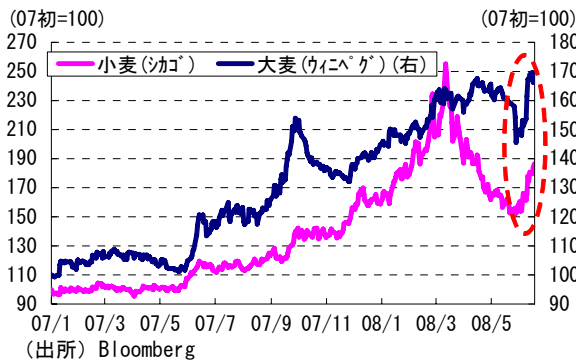


図 17 国際小麦・大麦市況の推移



《先行きのロシア経済はインフレが最大のリスク要因、景気過熱回避に向けた財政・金融調整が求められる》

- 先行きのロシア経済にとっては、当面は世界的な商品市況の騰勢が続くと見込まれる中、昨年はサウジアラビアに匹敵する原油産出量を計上したこともあり、海外からの投資資金の流入が見込まれよう。その結果、海外からの投資資金を要因とする過剰流動性による内需の押し上げが需要インフレをもたらす懸念が残存することになる。さらに、原油や穀物価格の上昇を背景とするコストプッシュ型インフレによるインフレ圧力も残存すると見込まれ、現状では実質金利がマイナスに陥っている中で過剰消費/投資を生むことで景気過熱感を招くものと考えられるため、金融当局は先行きにおいても金融政策の引き締め姿勢を強めていくものと予想される。
- 原油や穀物価格の騰勢は、米英を中心とする先進国の金融当局による金融緩和姿勢との関連性が指摘されているが、先日来の米 Fed バーナンキ議長やポールソン財務長官の発言から、さらなる金融緩和が行われる見通しはなくなった一方、米国経済が自立的な回復に至るには依然として時間を要するものとみられ、金融引き締め姿勢への転換は当面行われまいであろう。一方で、1990 年代に発生した中南米の資源国における経済危機の発端となったのが、米国による金利引き上げであったことを考えれば、米国経済の本格回復により金融政策の舵取りの向きが変われば、現在の原油相場が先物市場主導による騰勢であることを考えると、原油価格の騰勢は一気に冷え込み、資源国内の設備過剰が顕在化することは容易に想像出来る。
- 現在のロシア経済を見れば、公的対外債務は大幅に縮小している上、外貨準備が 4,000 億ドル超と世界 3 位の外貨準備を要しており、短期的なショックを十分に吸収しうる体力を有していると言える。その一方で、民間部門での対外債務が急速に拡大していることから、資金逃避が起こるような場合には、金融システムそのものが不良債権による悪影響を受ける懸念が予見される。先行きにおいて金融引き締め姿勢を強めた場合においても、過剰な投資資金の流入が続くものと見込まれることから、金融政策外での対応が求められる局面に至ることも想定される。
- ロシア政府は、1998 年の財政危機後には基本的に緊縮的な財政政策を志向した上、ここ数年の原油価格の高騰によって生じた石油収入の上ぶれ分を原資に「安定化基金」を設立、原油収入が減少した場合の財政補填を目的として運営してきた。この基金は、今年 2 月に同じ目的を継承する「準備基金」と、年金等の国民生活の向上を目的としたソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) の性格を有する「国民福祉基金 (NWF)」に改組されているが、所管する財務省は NWF の資金を当面は国内市場に投入しない旨を表明しており、資産市場にさらなる過熱感を生じさせる懸念はないと言える。また、2008 年度予算からは、3 ヶ年を対象とする複数年予算を採用しているが、2010 年までの 3 年間で財政支出の大幅拡大が予定されており景気過熱を助長させる懸念がある。財務相は今年における追加的な財政出動

について否定の談話を出しているが、政府部門による過剰な需要の抑制が求められよう。

- 同国には、広大な土地と（先行きの減少が予想されているものの）人口の多さという潜在性に着目した直接投資の流入が続いており、旧ソ連圏を併せれば中長期的な成長性は高いと言えよう。そうした潜在性を活かすには、前政権下で取り組んだ構造改革による産業多角化を強固にすること、そして、ロシアへの直接投資を行う際に懸念される、法制度の運用の不透明さに起因する自由な経済活動への軋轢が取り除かれる必要がある。これまで様々な企業がそうした妨害に遭って来たが、今年誕生したメドベージェフ新政権は産業に対する過度な国家管理に反対する考えを示す中、英 BP とロシア企業連合が折半で出資した石油企業 TNK-BP をガスピロムが買収しようとした動きを抑える等、市場経済路線を裏付ける動きがみられる。先行きには、シロビキ（強硬派）による反撃の懸念があるものの、新政権の経済政策を占う試金石として、今後の投資意欲に好影響を与えるものと見込まれる。

以 上