



## カザフスタン経済事情：中央アジアの資源国にも景気減速の影

～前年比+20%超のインフレにより景気減速は不可避、中長期的な投資環境整備に課題が残る～

発表日：2008年7月8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)

- 1-3月期の実質GDP成長率は、前年比+6.0%と前期（同+9.7%）から大幅に減速。同国はここ数年、原油や天然ガス等の資源価格上昇の恩恵を受ける形で、平均9%超の高成長を達成してきた。しかし、昨秋に国内金融機関における短期対外債務返済の集中に関連した信用問題を発端に、貸付の厳格化を通じた信用収縮が起こり、足元では生産の鈍化といった影響が現れ始めている。
- 海外からの投資資金流入による過剰流動性に加え、鉱業部門を中心とする高い所得の伸びが内需を押し上げ、需要インフレ圧力があつた中、世界的な原油及び穀物価格の上昇によるコストプッシュ型インフレによりインフレが亢進。6月の消費者物価は前年比+20%の高水準に至っている。通貨テンゲの主要通貨に対する減価は、輸入物価の押し上げを通じてインフレを助長させている。
- 原油価格の騰勢により、貿易環境は改善基調にある一方、製造業の基盤の乏しい同国は輸入依存度が高い。さらに、海外からの民間投資資金の調達が進んだことで、潤沢な外貨準備を有する一方、対外債務も対GDP比で100%近くに達する等の懸念がある。
- 数多くの資源が埋蔵する同国は、中長期的な潜在性は高い。しかし、当面は信用収縮による生産の鈍化、インフレ亢進による内需下押しによる景気の鈍化は避けられない。政府はここ数年、資源ナショナリズムの色を濃くしており、政治的・経済的不透明感が高まっている。中長期的な同国の潜在性を生かすには、外国資本への市場解放等を通じたビジネス環境の改善が不可欠となろう。

### 《足元のカザフ経済は、高インフレと金融問題に起因する貸出縮小により減速基調が強まっている》

- 1-3月期のカザフスタンの実質GDP成長率は、対前年同期比+6.0%と前期（同+9.7%）から大幅に減速している（図1）。同国では、西部のカスピ海沿岸地帯で原油や天然ガスが採掘され、ここ数年は世界的な資源価格の高騰を背景に平均9%超の高成長を記録してきた。また、高成長による建設需要を背景に、国内金融機関は国内に比べて低利な海外、主に欧州から低利で資金調達を行い、国内の資金需要に应运ってきた。しかし、昨春の米国サブプライムローン問題の発覚以降、世界の金融市場における新興国向け投資が細る中、同国向け投資も証券投資を中心として減速基調が強まった。特に、昨年秋には国内金融機関の対外借入の償還時期が集中したことで、上記の借入返済に伴う流動性不足に対する懸念から信用問題が発生、証券投資の資金逃避が起こった（図2）。その後、金融当局が短期資金の供給を行うことで難局を乗り切ったものの、金融機関による貸出姿勢の厳格化が進んでいることで、足元では国内のマネーの伸びが大幅に鈍化する等、企業の資金調達に影響が及んでいる（図3）。そうしたことから、一時に比べると回復しているものの、鉱工業生産の伸びが低調に推移する等の影響も残存している（図4）。
- 同国には、原油及び天然ガスのほか、ウランやレアメタルといった様々な鉱物資源が埋蔵していることから、ここ数年は大規模な直接投資の流入が続いており、その勢いは足元でも依然持続している。そうした資金により発生した過剰流動性は、国内のマネー供給を高止まりさせた上、鉱業部門を中心とする賃金の上昇が依然として続いていることもあり（図5）、需要インフレ懸念が強まっていた。そこに、ここ数年の原油及び穀物を中心とする商品価格の高騰によるコストプッシュ型インフレの圧力

が加わった。同国は世界有数の小麦生産国であり、国内向け供給を優先する観点から、今年 4 月には小麦の輸出を今年 8 月いっぱいまで禁止する等の措置を講じている。しかし、旧ソ連時代の名残から、国内の産業基盤が乏しく、依然多くの消費財を輸入に依存していることから、足元では通貨テンゲの対ユーロ及び経済的結びつきが深い対ロシアルーブルで減価基調が続いており、輸入物価が押し上げられている（図 6）。こうしたことから、6 月の消費者物価は対前年同月比+20.0%と前月（同+19.5%）から加速、前年比+20%超の高インフレに突入することとなった（図 7）。

- 金融当局は、昨年後半以降に亢進の度合いが高まったインフレを抑制する観点から、金融引き締め姿勢を強め、昨年 12 月には政策金利を 200bp 引き上げ 11.0%としている（図 8）。市中の銀行間金利は、昨夏頃に米国サブプライムローン問題が欧州に飛び火し、海外からの資金調達が困難になったのを契機に上昇し始め、その後の金利引き上げもあり高止まりが続いている（図 9）。その影響もあり、昨年の秋以降のマネーの伸びは、それまでと比較すると大幅に低下しているものの、足元でも依然として前年比+20%超の高い伸びが続いている。金融当局は、昨年来の信用問題を契機に国内金融市場の健全化を進めようとしており、当面は貸出の厳格化に伴う信用収縮が続くものとみられる。

図 1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

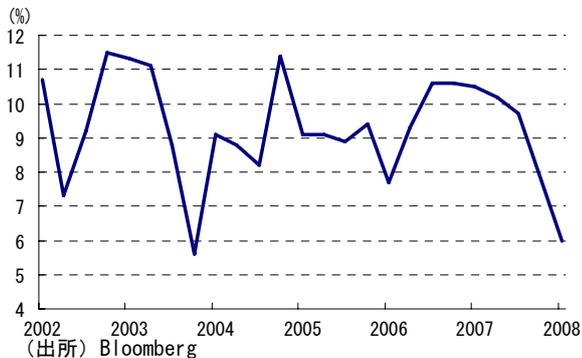


図 3 マネーサプライの推移(前年比)

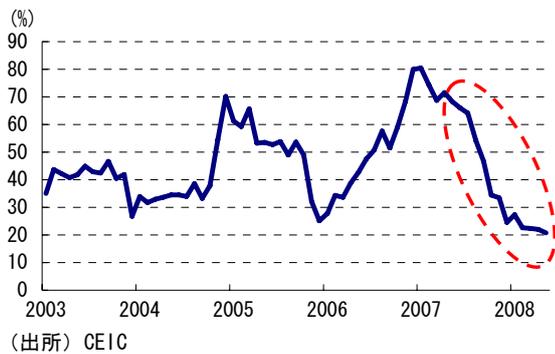


図 5 名目所得の推移(前年比)

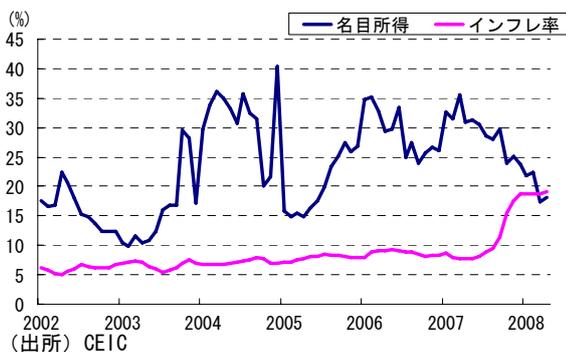


図 2 証券投資の推移

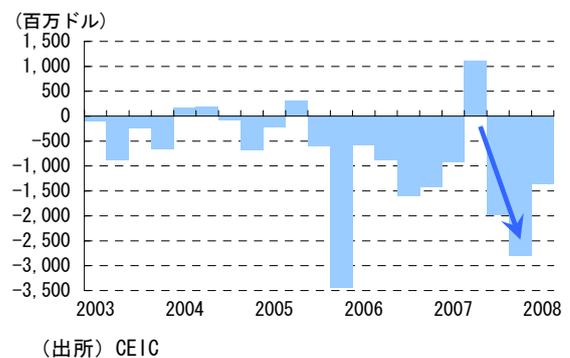


図 4 鉱工業生産の推移(前年比)

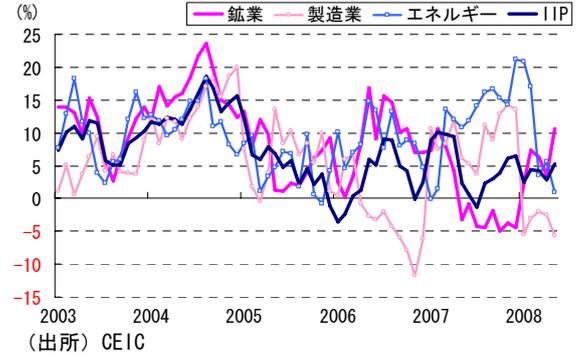


図 6 為替相場の推移



図7 消費者物価の推移(前年比)

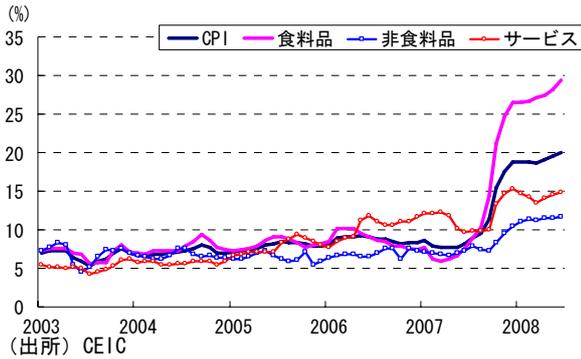


図8 政策金利の推移

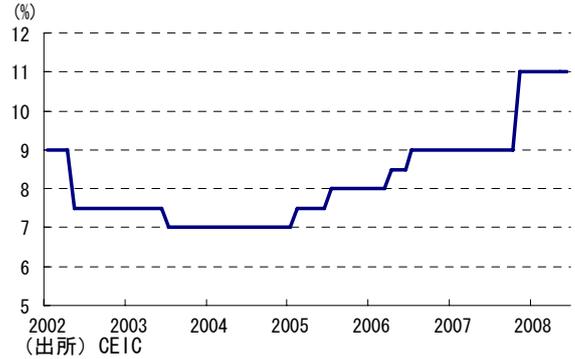
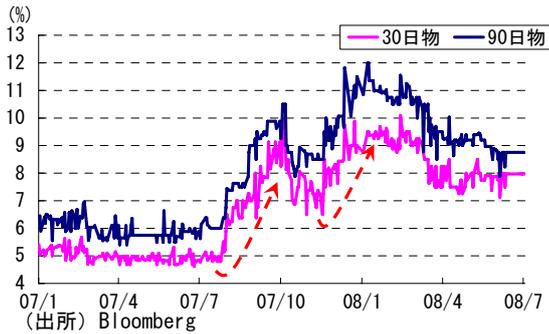


図9 銀行間金利の推移



#### 《高騰し続ける資源を背景に国際収支は大幅改善も、民間部門の対外債務の急拡大が今後の懸念材料》

- 国際収支では、同国で採掘される原油及び天然ガス市況に騰勢が続いている影響から、特に、年明け以降は輸出が急拡大している（図 10）。一方で、足元では依然として旺盛な直接投資の流入が続いていることから（図 11）、輸入も大幅な伸びを示しているものの、貿易収支の黒字幅は急拡大している。同国向けの直接投資の太宗は、鉱物資源関連での欧米メジャー等によるものであり、利子配当支払に伴い所得収支は大幅な赤字を計上しているにも拘らず、足元では経常収支が大幅に改善している（図 12）。直接投資の旺盛な流入の一方、証券投資の流出により昨年の総合収支は赤字への転落傾向が顕著であったものの、今年第 1 四半期は黒字に再度転化したことで、外貨準備高は大幅に拡大している（図 13）。同国では、中央政府の原油関連収入の減少を懸念し、外貨準備の一部を原資とする「石油基金」を設立しているが、同基金と併せた外貨準備高は今年 4 月末時点で 450 億ドル程度に達している（図 14）。
- 極めて高い外貨準備を有する一方、ここ数年における国際的な資源価格高騰の影響から、数多くの資源が埋蔵する同国には海外からの投資が盛んに行われてきた。また、国内における建設需要の旺盛さに対応すべく、民間金融機関が海外から低金利での資金調達を行う等、民間部門を中心に対外債務を伴う投資活動が活発化するようになった。中央政府を中心とする公的部門では対外借入の受入を厳しく制限してきた一方、銀行部門は不動産向け投資の活発化とともに対外借入を増大させ、その他の民間部門も世界的な低金利を背景に対外借入による資金調達を活発化させた結果、2007 年末時点の対外債務残高の対 GDP 比は 92.5%と極めて高いレベルに達している（図 15）。対外債務の太宗は民間部門の借入であり、公的債務のみであれば外貨準備で十分にカバー可能である。しかし、対外民間債務の大きさは、昨年の民間金融機関による信用問題に現れたように、今後も同国の懸念材料となるとみられる。なお、同国のソブリン債格付は、ムーディーズ社以外は投資適格に該当する格付が付与されているものの（図 16）、昨年発生した信用問題に対する懸念から、S&P 社は昨年 10 月に BBB-に 1 ノッチ格下げを行っている。

- 同国の為替制度は管理フロート制を採用しているものの、産油国という特色から、原油の決済通貨である米ドルに実質的にペッグしている。したがって、通貨テンゲの主要通貨に対する為替相場は、対ユーロや経済関係の深いロシアルーブルに対しては減価基調が強まっている（図 17）。先行きにおいても、国内景気の減速懸念が強まっている上、実質的な米ドルペッグを採用している中で、米国経済の本格回復には未だ時間を要するものと見られる中、対ユーロ及び対ルーブル為替は減価基調が続くものと見込まれる。

図 10 輸出入の推移(前年比)

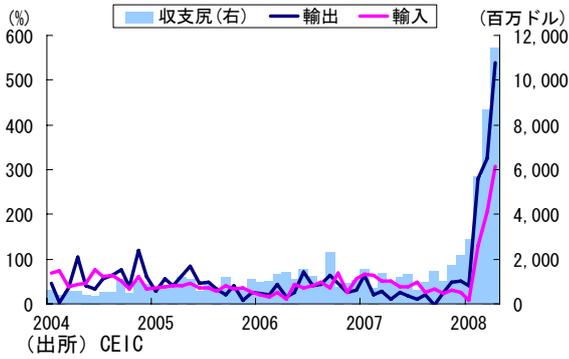


図 11 対内直接投資の推移

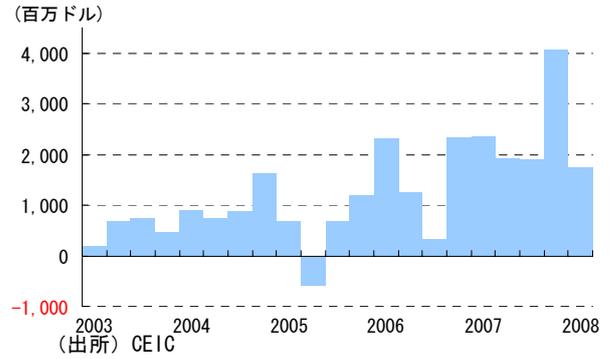


図 12 経常収支の推移

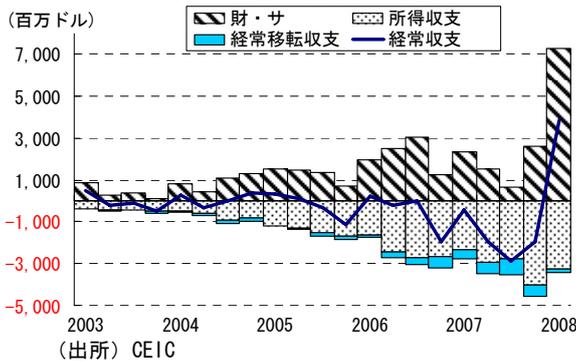


図 13 国際収支の推移

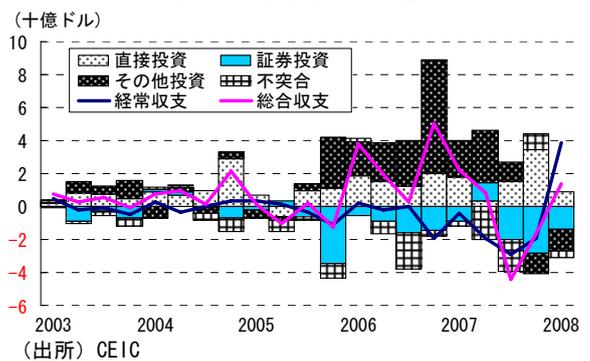


図 14 外貨準備高の推移

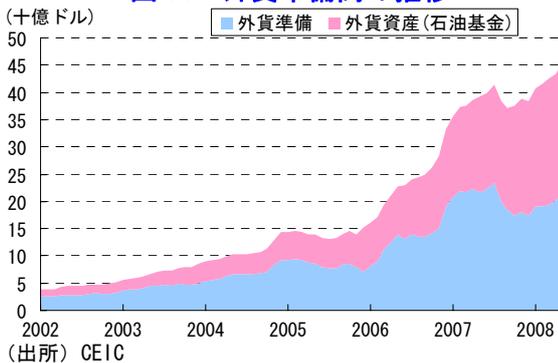


図 15 対外債務の推移

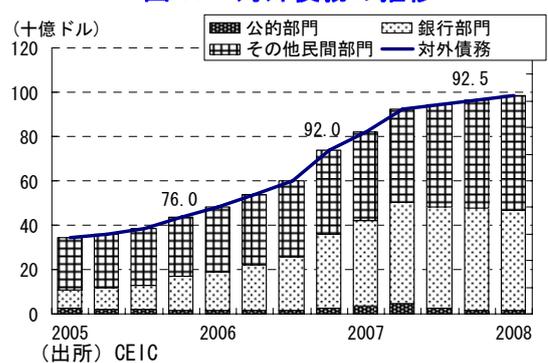


図 16 主要格付機関のソブリン格付推移

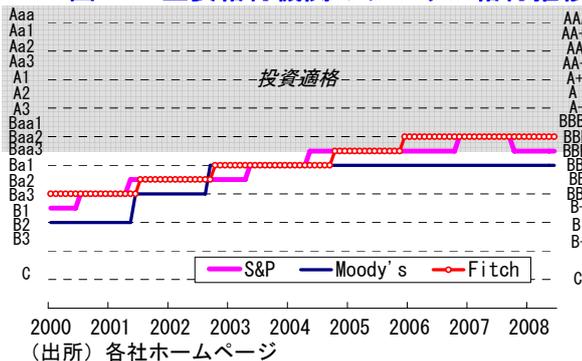
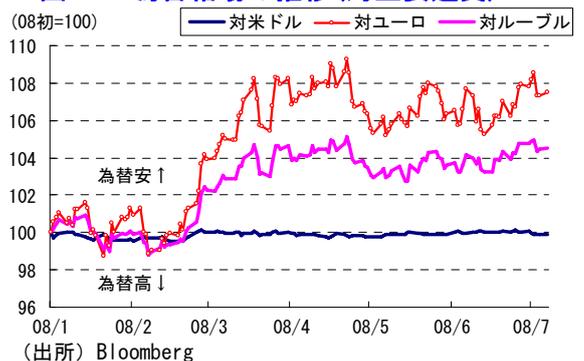


図 17 為替相場の推移(対主要通貨)



## 《先行きのカザフ経済はインフレにより景気減速への懸念上昇、次なる成長への改革が求められる》

- 足元のカザフ経済は、原油及び天然ガスといったエネルギー資源の高騰による海外からの直接投資の流入が期待される一方、民間部門の過大な対外債務が金融部門にとって重しとなっており、証券投資を巡る環境が悪化している。特に、米国サブプライムローン問題の発覚後は、世界の金融市場における信用不安が増大した中、新興国向け投資に対するリスク許容度が概ね悪化する中、中東やロシア、南米の資源国に注目が集まるようになる。同国は、エネルギー資源のみならず、ウランやボーキサイト等の鉱物資源、ニッケルやチタンといったレアメタルに恵まれており、投資資金が集まりやすい環境にはある。しかし、同国で昨年秋に発生した銀行部門の信用問題を発端として、金融機関による融資基準の厳格化が進んでおり、特に不動産部門では資金調達が困難になったことによる悪影響が出始めている。また、資金不足が生産にも影響を及ぼす等、当面は生産の鈍化が同国景気を下押しする状況が続くものとみられる。
- なお、消費面では、足元ではインフレ圧力が高まっているものの、依然として小売売上の伸びがインフレを上回る水準で推移する等（図 18）、家計部門の購買意欲の高さが示されている。ただし、家計の名目所得の伸びは、足元でインフレ率に逆転されていることを考えると、先行きもこうした力強い消費が続くと考えることは早計であろう。また、消費者物価に先行する物価動向指数となる生産者物価は依然として上振れ傾向を示していることもあり（図 19）、先行きにおいては価格の転嫁を通じたインフレ圧力の残存が見込まれる。また、製造業基盤の乏しい同国では、消費財の太宗を海外からの輸入に依存せざるを得ないことから、先行きにおいても通貨テングの対主要通貨為替が弱含みで推移するものと見込まれることも、輸入物価の押し上げを通じたインフレ圧力の残存に繋がり、消費全体に下押し圧力が掛かるものと見込まれる。
- なお、中長期的な同国経済は、前述の通り数多くの鉱物資源が埋蔵する等、潜在性は高いものとみられる。特に、足元の原油価格の高騰の影響から、主要国の中ではエネルギー源としての原子力に対する再評価が行われる等、世界 2 位のウラン埋蔵量を誇る同国には、米国や EU、隣国の中国のみならず、日本からの注目も高まっている。先月にはナザルバエフ大統領が来日し、貿易及び投資環境の整備に向けた合意文書が締結されたほか、金融機関や商社のみならず、多くの日本企業も進出に向けて積極的に動いている。とはいえ、旧ソ連の同国は、政治及び経済体制の面でロシアのそれと極めて似たものを作り上げる傾向があり、原油及び天然ガスの価格の騰勢が強まって以降は、経済活動に対する国家介入の度合いを強めつつある。外資による油田開発に対して、政府が事業の遅延を理由に国営石油会社のカズムナイガスによる介入を強めさせる等の動きがみられる。また、昨年行われた総選挙では、大統領を支持する与党オタンが全議席を獲得したほか、憲法改正により「終身大統領」となる道筋を作る等、独裁化への懸念が高まっている。政治・経済の不透明感が強まる中、先行きの同国経済の活性化を図っていくには、外資に対する参入の自由度を高めるほか、法律や制度の枠組のみならず、運用面での透明性を高める等、思い切ったビジネス環境の改善が不可欠となる。

図 18 小売売上の推移(前年比)

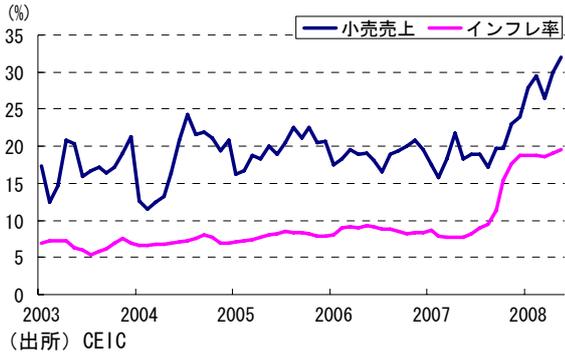


図 19 生産者物価の推移(前年比)



以 上