



ロシア経済事情：インフレと金利高が实体经济を圧迫

～4-6月期実質GDPは大幅減速の前年比+7.5%、需要の底堅さも供給力に懸念が生じる恐れ～

発表日：2008年9月11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）

- 10日に公表された4-6月期の実質GDPは、対前年同期比+7.5%と前期（同+8.5%）から大幅に減速した。その要因としては、分野別に見ると建設分野や関連する不動産分野での伸びの鈍化が著しいことから、資材価格の高騰や金利高などを背景に住宅着工が前年に比べて大きく減速したことが影響したとみられる。なお、高インフレ下にも拘らず、依然として足元の実質賃金はプラスで推移していることで、需要は底堅く推移しているとみられ、サービス部門が成長を牽引する状況が続いている。
- 同国では原油価格の高騰によって「オイルマネー」が国内に還流した上、内外金利差による投資資金の流入などによって国内に過剰流動性が生まれ、内需の押し上げによる需要インフレ懸念が高まっていたと考えられる。そこに、年明け以降は穀物価格の上昇による食料品を中心とするコストプッシュ型インフレ圧力がインフレを押し上げた形になっており、足元のインフレ率は前年比+15.0%と高止まりが続く。金融当局は年明け以降に引き締めを強化したものの、投資流入で十分な効果は上げられずにいる。ただし、インフレと金利高の共存により資本投資に弱含みの兆しが現れ始めている。
- グルジア紛争の勃発によって海外投資家はカントリーリスクを再認識させられ、足元では投資資金の大量逆流が起こっている。「ロシア売り」の様相は株式及び通貨に大規模な売り圧力となって押し寄せており、当面は弱含みの展開が続くものと予想される。ロシア経済全体で見ると、原油価格の動向に大きく左右されるが、傾向として先行きは景気の減速が避けられないとみられる。ただし、財政上予定されている拡張策が実施される場合には、景気過熱に至る懸念も生じるとみられる。

《インフレ高進の中、建設関連での減速が全体を下押しするも、依然サービス関連で底堅い成長が続く》

- 10日に公表された4-6月期の実質GDPは、対前年同期比+7.5%と前期（同+8.5%）から大幅に減速した（図1）。分野別では、資材価格が高騰している影響から建設分野での伸びが同+18.7%と前期（同+28.3%）から大きく減速したほか、関連する不動産でも同+8.1%と前期（同+9.1%）から伸びが鈍化したことが影響したとみられる。ただし、足元でも実質賃金が高止まりするなど、家計部門の需要には依然として力強さが残っており、小売は同+11.7%と前期（同+11.9%）からほぼ伸びが変わらず、金融でも同+9.7%と前期と同じ伸びを示すなど、サービス業は全般的に底堅い成長を示している。ロシアにおいても世界的なコストプッシュ型インフレ圧力によるインフレの高進が進む中、景気に下押し圧力が掛かっているとみられる。しかし、実質賃金は足元でも高止まりしており（図2）、内需に力強さが残っていることで需要インフレが誘発され、景気過熱に至る可能性が高まっていると考えられ、こうした観点から先行きの財政・金融政策の方向性は極めて重要となる。
- 世界的な原油及び穀物価格の高止まりを背景とするコストプッシュ型インフレ圧力に起因して同国にもインフレの波が押し寄せており、直近の8月の消費者物価は、対前年同月比+15.0%と金融当局が掲げるインフレターゲット（8.5%）を大きく超える状況が続いている（図3）。こうした状況から、金融当局は年明け以降に金融引き締め姿勢を強め、計4度に亘って政策金利である買いオペ金利の引き上げを行っている。引き上げ幅は計100bpに及び、足元の政策金利は11.00%となっている（図4）。しかしながら、同国は昨年

が大量に流入していた上、金利高によって生じた内外金利差に着目した投機資金の流入などにより、国内に過剰流動性が生じ、内需を押し上げることで需要インフレに至っていた。そこに年明け以降には、世界的なエネルギーや食料品価格上昇の影響が加わったことで、インフレ圧力が押し上げられる状況に至ったと考えられる。

図 1 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

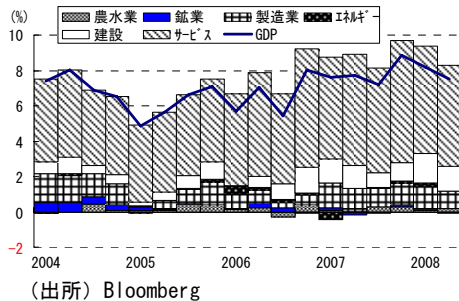


図 2 実質賃金の推移 (前年比)

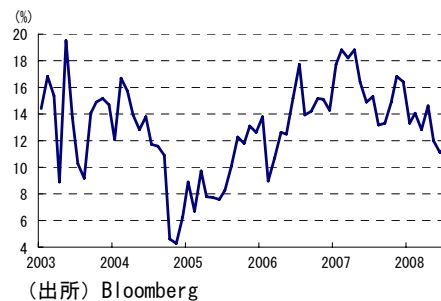


図 3 消費者物価の推移 (前年比)

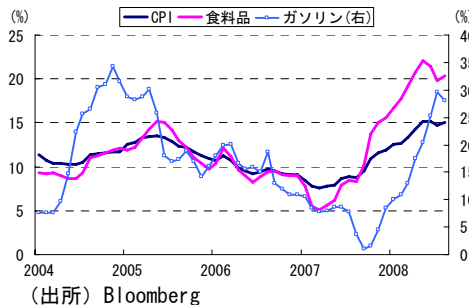


図 4 政策金利の推移

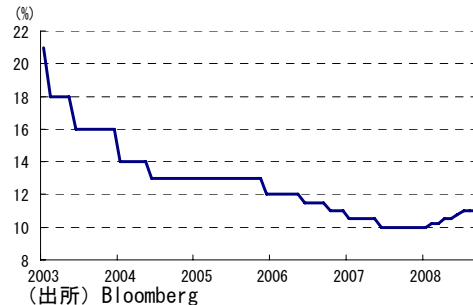


図 5 2007 年における産油量 10 大国

	産油量(千バレル/日)
サウジアラビア	10,413
ロシア	9,978
米国	6,879
イラン	4,401
中国	3,743
メキシコ	3,477
カナダ	3,309
アラブ首長国連邦	2,915
クウェート	2,626
ベネズエラ	2,613

(出所) BP 「Statistical Review of World Energy 2008」

《底堅く推移してきた内需にも、インフレと金利高がボディーブローのように影響を及ぼし始める》

- 原油価格は 7 月半ばに史上最高値である 1 バレル＝147 ドルを一時突破した後、足元では調整局面を迎えているものの依然として高止まりしている上 (図 6)、採掘原価を大きく上回る状況であり、原油関連を中心として企業業績は好調に推移しているとみられ、結果として国内の雇用環境も改善が続いている (図 7)。インフレが高進しているにも拘らず、雇用環境の改善を背景に、家計部門の実質可処分所得は足元で伸びが鈍化しているものの依然プラスで推移しており (図 8)、その結果、実質ベースの小売売上も依然として高い伸びが続くなど (図 9)、個人消費が足元でも力強さを保っていることが示されている。
- 一方の企業部門では、前ブーチン政権の下で行われた経済改革による産業多角化政策によって経済全体の活性化が図られたことに加えて、国内金利はここ数年に亘って下落トレンドを歩んできたこともあり、力強い内需に牽引される形で国内外からの設備投資も活発化してきた (図 10)。しかし、年明け以降は資材価格の高騰などの影響もあり、設備投資の伸びに陰りが見えはじめるており、4-6 月期の GDP 統計上では建設関連の伸びの大幅な鈍化として表れている。なお、「資源ナショナリズム」の動きが強まる中で、原油を中心

とする鉱業部門では十分な設備投資が実施されて来なかったとされ、生産の伸びは足元で大幅に鈍化基調を強めている（図 11）。このように、家計部門及び企業部門双方で底堅さを維持しているものの陰りが見え始めていることの証左に、国内のマネーは伸びが足元で急減速し始めており（図 12）、先行きもこの傾向は続くものと予想される。

- なお、特に民間企業部門では海外からロシアへの事業投資がここ数年増大していることに加えて、米英をはじめとする先進国の金融当局が金融緩和姿勢を進めた影響、さらに、世界的に資源価格が高止まりしている影響から資源採掘の採算向上、「資源ナショナリズム」の勃興を背景に国内の民間部門を通じた対外商業借入の受入がここ数年で急激に増大している。1998 年に発生したロシア通貨危機以降は、ロシア政府は財政規律の強化を通じて公的部門の対外債務の圧縮を図ってきた一方、足元では民間部門の対外借入が急拡大している（図 13）。しかしながら、ロシアは 8 月末時点における外貨準備が 5,816 億ドルと世界で 3 番目の規模にあることから、外的なショックへの耐性は十分に備わっていると言える。

図 6 原油先物価格の推移 (WTI)



図 7 雇用統計の推移

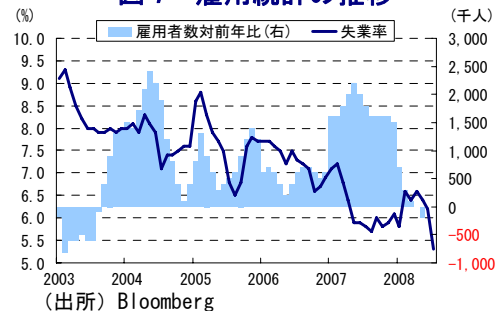


図 8 実質可処分所得の推移 (前年比)

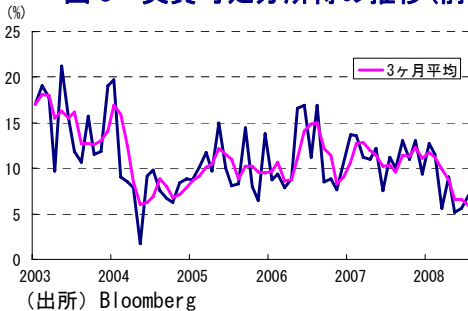


図 9 実質小売上の推移 (前年比)

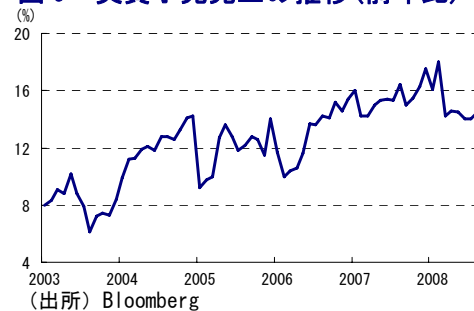


図 10 設備投資の推移 (前年比)

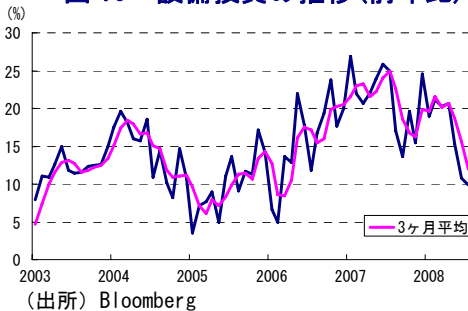


図 11 鉱工業生産の推移 (前年比)

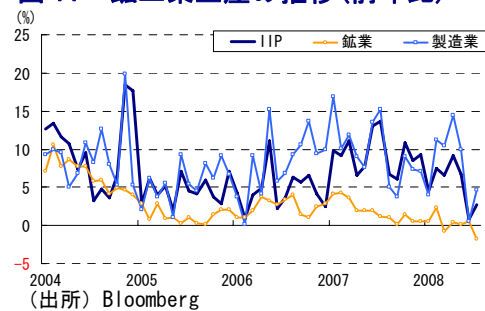
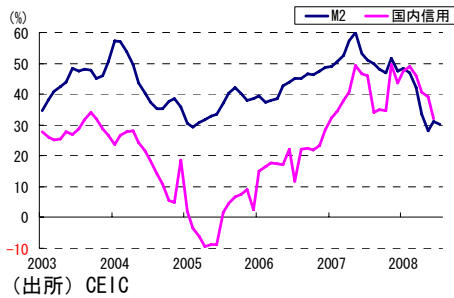


図 12 M2 と国内信用の推移(前年比)



《資源価格の高止まりで輸出好調も、グルジア紛争を発端とする投資資金の大量逃避で通貨・株式は軟調》

- 対外面では、ここ数年に亘る世界的な原油及び穀物価格の上昇の恩恵を受ける形で、輸出の伸びは高止まりしており、特に、年明け以降は価格上昇が加速したことで輸出の伸びが輸入の伸びを上回るなど、貿易収支の黒字幅は大幅に拡大している（図 13）。その結果、資源関連では外資による投資案件も多く、所得収支は赤字基調にも拘らず、貿易黒字拡大が奏功する形で経常収支の黒字幅も拡大基調にある（図 14）。さらに、同国はここ数年は「資源国」としての地位を確立させてきた上、前政権下における経済改革による産業多角化のため、日本企業をはじめとする欧米企業に対する投資誘致を行った結果、多くの企業が進出を決定するなど直接投資などを通じた投資流入が起こり（図 15）、結果として外貨準備は 7 月末に 5,959 億ドルと過去最高となった後、投資資金の大幅な逆流が起こった影響で 8 月末には減少したものの、それでも 5,816 億ドルと世界 3 番目の規模を誇っている（図 16）。
- 上述のようにここ数年、ロシアには海外からの投資資金が様々な形で流入し、さらにオイルマネーとして還流する資金も存在したことなどから株式や為替にも買い圧力が掛かった。その結果、通貨ルーブルは対米ドルで増価基調を続けてきたものの、金融当局が為替の安定と短期の投機資金対策としてルーブル売り（ドル買い）の為替介入を積極的に行っていた。その結果、足元のインフレを上振れさせる過剰流動性をより生んだ上、外貨準備が積み上がることで投資資金をさらに呼び寄せることになったと言える。しかし、8 月にロシア軍がグルジアに侵攻し、両国間での紛争状態に突入すると、投資家がロシアのカントリーリスクに反応して大量の投資資金が逃避することとなり、その結果、為替は足元では大幅な減価基調に転じており、年初比でも▲4%以上の減価に陥っている（図 17）。同様に、株式市場に流入した資金もロシア軍のグルジア侵攻を契機に大量に流出しており、今年 5 月に最高値を付けた株式相場は、足元ではその半値程度まで急激に値を下げる状態となっている（図 18）。一方で、資金の行き場をなくした過剰流動性は再び不動産市場に流入しているとみられ、一時はピークアウトしたかに思われたモスクワの不動産価格は騰勢を増しており（図 19）、資産バブルの懸念が高まっている。

図 13 輸出入の推移(前年比)

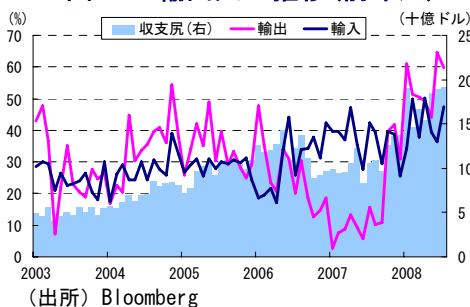


図 14 経常収支の推移

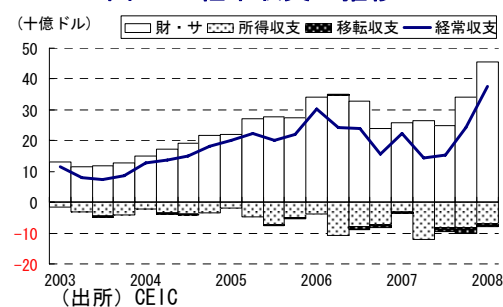


図 15 海外からの投資流入額の推移

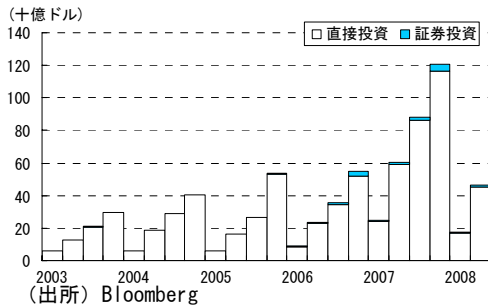


図 16 外貨準備高の推移

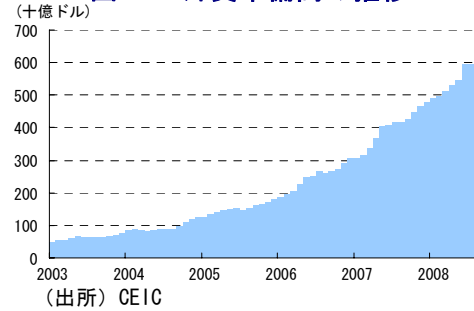


図 17 為替相場の推移



図 18 株式相場の推移 (RTS 指数)

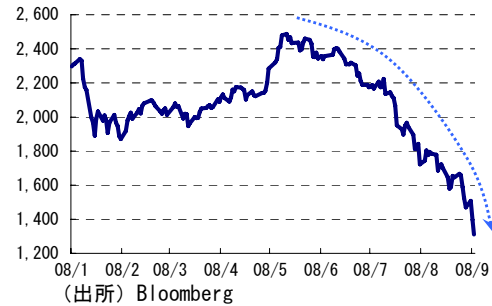
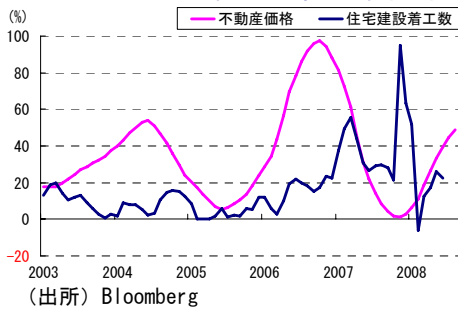


図 19 住宅関連指標の推移 (前年比)



《先行きのロシアはインフレと政治リスクの顕在化に懸念、財政拡大策は景気過熱に向かわせる懸念も》

- 先行きのロシア経済は、足元で原油価格が調整局面を迎えていることから、この動向によって左右されるとみられる上、目下のところはグルジア紛争によって多くの投資家はロシアのカントリーリスクを改めて認識させられたことにより、これまでのように投資資金の流入を期待するには暫く時間を要するものと考えられる。こうした動きは、国内に発生した過剰流動性の吸収という観点では大きな効果を持つと期待される一方、依然としてオイルマネーが国内に滞留している中、株式や債券などが大幅に安くなる中で不動産市場に投入されることは、資産バブルを生む懸念を高めることになる。さらに、原油価格は調整しているものの、依然として高止まり状況にあること、食料品価格も鈍化しつつあるとはいえ、高値圏を巡る動きも残っていることを考えると、当面はインフレ圧力が残存する状況が続くと予想される。その結果、暫くは金融当局も引き締め姿勢を継続せざるを得ない状況にあり、金利高との共存によって、足元で鈍化の兆しが見え始めている個人消費や資本投資を中心とする内需にも下押し圧力が掛かることで景気の減速は避けられないであろう。
- 先行きにおいて、原油価格が再び騰勢を増すような状況となれば、オイルマネーのさらなる還流により国内需要が押し上げられるものの、十分な投資先がない中で国内に過剰流動性を生み出すことになり、景気過熱に至る懸念が生まれて来よう。その一方で、原油価格の調整がさらに進む場合には、ロシアにおける採掘原価は高くないことから直ぐに影響が出るとは考えにくいものの、設備の過剰感が顕在化するような事態に陥り、景気が下押しされる可能性は十分にあると考えられる。足元のロシア経済は、緊縮的な財政政策を志向

してきたことで公的対外債務の圧縮に成功した上、外貨準備が 6,000 億ドル近くに至るなど、1998 年に起こった財政危機の頃と比べると経済構造が大きく変質したと言える。しかし、民間部門を通じた対外債務が急激に大きくなっていることで、足元のような海外からの投資資金の急激な流出が起こる場合、資金不足により不良債権化する案件も出ることが予想され、そうした場合には金融システムそのものに深刻な悪影響が出ることも懸念されるであろう。

- 1998 年のロシア財政危機後、同国政府は緊縮的な財政政策を志向してきた。そこへ世界的な原油価格の高騰によって原油収入が大きく上振れしたことで、その資金を原資に 2004 年には「安定化基金」を設立し、原油収入が著しく減少した場合の財政補填を目的としていた。しかし、同基金の積立額が大規模になったこと、中東などの他の産油国における事例を元に、今年 2 月には安定化基金と同じ目的を有する「準備基金」と、年金などの国民生活の向上を目的にリスク資産向けの投資を積極的に行うソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）である「国民福祉基金（NWF）」に改組している。ただし、NWF の運用方針については未だに詳細が決定していない。また、2008 年度予算からは複数年予算となっているが、2009-11 年度予算においてもインフラなどへの拡張的な配分がなされるなど、ここ数年は財政拡大姿勢が強まっている。インフレが高進する中で過度な財政拡大により過剰需要を創出することは景気過熱をもたらしかねず、そうした観点から難しいバランスの中での財政政策及び金融政策の舵取りが求められる。
- 同国への投資に際しては、TNK-BP を巡る一連の動きに現れているように、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ことで政治リスクをどこかに感じてきたものの、先月のグルジア紛争以降のロシア政府による強硬姿勢は、同国のカントリーリスクの複雑さを白日の下にさらしたと言える。また、就任当初は構造改革にまい進するとみられたメドベージェフ大統領は先月、WTO 加盟に向けた合意を一部中断すると表明するなど、「変わらないロシア」を世界に強く印象付けるに十分な状況に至っている。しかしながら、広大な土地と、周縁部を含む潜在性を十分に活かすことを考えるのであれば、構造改革による産業の多様化は避けて通れない道であり、そのための投資環境整備は不可欠であろう。そうした観点から、同国が早期に WTO に加盟することが望まれたものの、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」が再発する懸念が高まっており、既にコミットした案件についても運営が難しくなる可能性は高まってくるものと考えられる。

以 上