



ロシア経済事情：景気に底打ち期待出るも、勢いに弱さ

～4-6月期の成長率は前年比▲10.9%。資源価格上昇で内需に底入れ期待もハードル高し～

発表日：2009年8月14日（金）

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）

- 資源価格の高騰を背景に近年高成長を遂げてきたロシアだが、金融危機前後からその勢いは萎み、4-6月期の実質GDP成長率も前年比▲10.9%と大幅マイナスに陥った。前期比（季調試算値）では▲0.2%と前期（同▲9.1%）からマイナス幅は大幅に縮小したが、内・外需ともに底打ちが進まない中で生産が底を打つ状況に、在庫の積み増し要因が懸念される。当局は財政・金融双方での景気刺激姿勢を強め、足元では消費や投資に底が近付きつつあり、7-9月期以降は前期比でプラス成長に転じる可能性がある。しかし、勢いの乏しい状況が続くとみられ、前年比でプラスとなる本格回復は2010年以降にずれ込むと予想される。
- 個人消費は依然力強さに欠けるが、金融危機後の為替安の影響でインフレ率は前年比で依然二ケタの高止まりが続く。前月比では落ち着きを取り戻しているが、脆弱な産業基盤ゆえに日用品も輸入に依存する状況に、今後は為替安を引き起こす金融緩和にも慎重な対応が求められよう。さらに、当初予算の前提が現実離れしていたため、その修正と景気対策により今年度は大幅な財政赤字が避けられない。足元の原油価格の上昇にも拘らず、財政的余裕は依然乏しく追加対策が打ち出しにくい。民間対外債務問題はクリアされる見通しだが、政府のプレゼンスの肥大化懸念から経済の不透明感が高まっている。
- 金融危機前後から外国人投資家の資金が逃避し、大きく落ち込んだ株式市場は、原油価格の上昇を背景に3月以降上昇に転じた。しかし、株価は世界経済の見通しや外国人投資家の思惑に揺れる状況が続く、先行きも頭の重い状況が予想される。一方の為替も国際金融環境の改善で3月以降は買いが強まったが、実体経済の弱さを映し足元では安値圏での推移が続く。先行きも景気の弱さを反映して下押し圧力が掛かり易い展開が予想される。
- 政府は、2009年の経済見通しを前年比▲8.5%程度まで落ち込むとし、IMFも直近の見通しで同▲6.5%に下方修正を行っている。2010年には双方ともプラス成長に回復するとしているが、ともに勢いの乏しい回復に留まるとしており、当面は厳しい経済状態が続くとみられる。

《輸出の回復も依然ピークの半分。内需の底打ち感も回復感乏しく、4-6月期は前年比二桁マイナス成長に》

- BRICsの一角として資源価格の上昇を背景に近年高成長を遂げてきたロシアだが、金融危機後はその勢いがすっかり影を潜めている。1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比▲9.8%と大幅なマイナス成長に陥ったが、4-6月期も同▲10.9%と引き続き厳しい状況から抜け出せていない（[図1](#)）。当研究所試算の季節調整値に基づく4-6月期の成長率（前期比）は▲0.2%と記録的な落ち込みを見せた1-3月期（同▲9.1%）から大幅にマイナス幅が縮小し、景気の底が近付いているとみられる。原油価格に上昇圧力が掛かり、改訂予算が前提とするレベル（1バレル＝41ドル/ウラル原油）を上回るなど（[図2](#)）、財政的な余裕が生じつつあり、先行きの景気回復の可能性が高まっている。しかし、経済的な結び付きの深い欧州経済が依然不透明な中、本格的な景気回復には未だ時間を要する状況は変わらない。
- 金融危機後、輸出の半分以上を依存する欧州の景気が米国以上に深刻なダメージを受けたことや資源価格の急落により輸出は激減し、景気の足を大きく引っ張っている。足元では世界経済に底入れ期待が高まっているが、欧州及びCIS圏は依然厳しい状態が続く、輸出額は未だにピークの半分程度で推移するなど（[図3](#)）、外需は大きく凹んでいる。その上、外需の低迷で企業業績が大幅に悪化したことで家計所得は大きく落ち込

み（図4）、個人消費も勢いを失っている（図5）。こうした状況を受け、金融当局は今年7日にも政策金利を25bp引き下げ10.75%とするなど、5ヶ月連続で累計325bpの利下げにより景気刺激姿勢を強めたことで（図6）、足元では耐久消費財の消費に底が近付きつつある。しかし、不動産価格は低迷が続くなど（図7）、資産デフレの余波が景気を下押しし続けている。

- 生産には底打ちの気配が出ているが（図8）、内需・外需ともに低迷が続いていることから、生産の回復が在庫の積み上げによる可能性も残る。なお、足元では商品市況の上昇を背景に企業業績に底打ち期待が高まり、急激な悪化が続いた雇用環境も反転しており（図9）、先行きは内需の底打ちが進んで緩やかな景気回復が期待される。しかし、同国経済は輸出がGDP比で3割を上回るなど、BRICsの中では相対的に経済の輸出依存度が高く、主要輸出先の欧州経済は不透明な状況が続いている。したがって、外需の大幅な伸びが期待出来ない中、7-9月期以降も回復の勢いは乏しいとみられ、前年比でプラスとなる本格回復は2010年後半にずれ込むであろう。

図1 実質GDP成長率の推移(前年比)

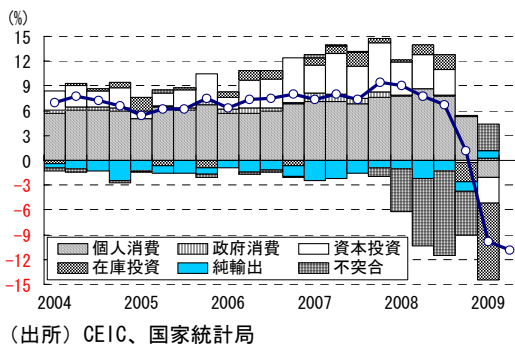


図2 原油価格の推移(ウラル原油)



図3 輸出入の推移(前年比)

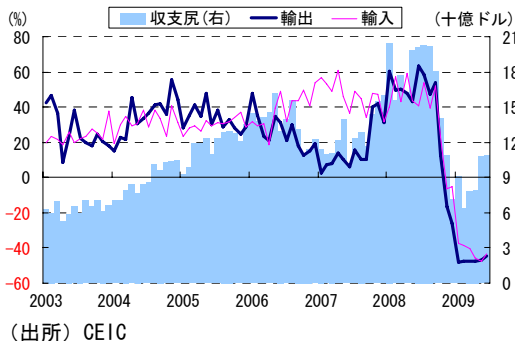


図4 実質所得の推移(前年比)

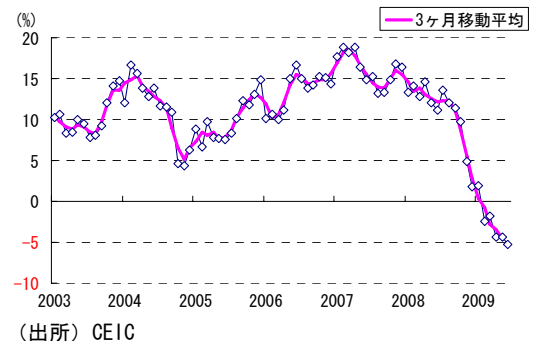


図5 小売売上高の推移(前年比)

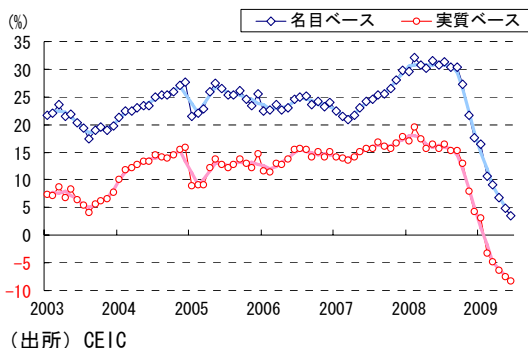


図6 政策金利の推移

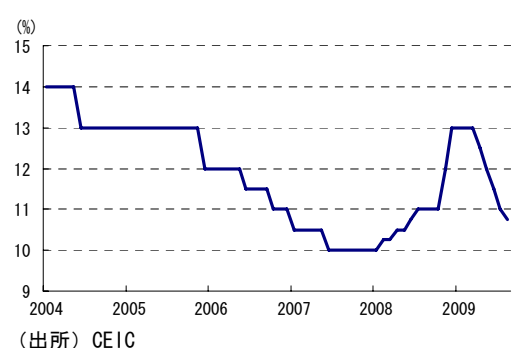


図7 不動産価格の推移(前年比/モスクワ)

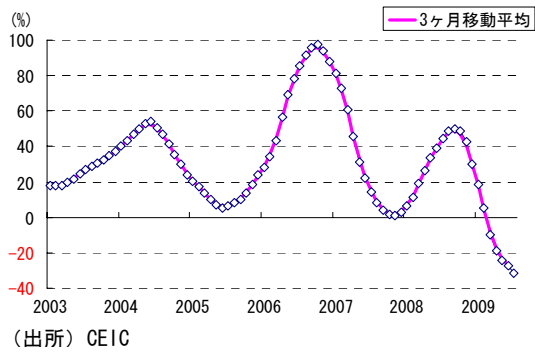


図8 鉱工業生産の推移(前年比)

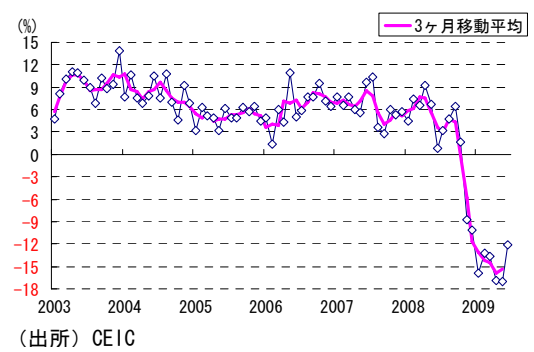
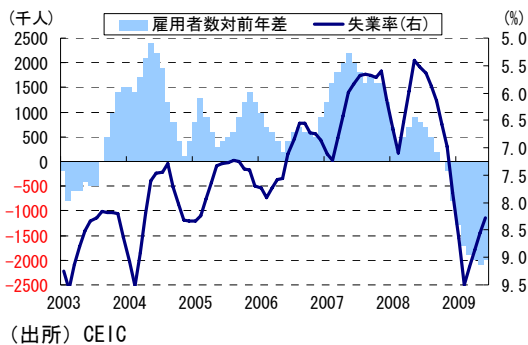


図9 雇用環境の推移



《為替安がインフレ圧力となり、追加対策への余裕もなく先行きも厳しい。株価は外国人の思惑に左右》

- 個人消費など内需は弱い動きが続いているが、7月の消費者物価は前年同月比+12.0%と前月（同+11.9%）からやや伸びが加速し、高水準で推移している（図10）。なお、前月比では+0.6%と落ち着きつつあるが、サービス価格に上昇圧力が掛かるなど足元の雇用環境の改善を裏付ける動きもみられる。このように景気低迷下にも拘らず物価が高止まりする背景には、金融危機前後に通貨ルーブルが大幅に下落したことがある（図11）。同国は製造業の裾野が狭く、国内の日用品を海外からの輸入品に依存する。それ故、為替安が輸入物価の押し上げを引き起こす悪循環に陥っている。金融当局は足元のインフレ圧力の後退で5ヶ月連続の利下げに踏み切ったが、直近では利下げ幅をそれまでの50bpから25bpに縮小させるなど、利下げによる為替安の影響を考慮したとみられる。今後の利下げについても慎重な姿勢で臨むと予想される。
- 政府は4月、2009～11年度の想定原油価格を当初の1バレル＝95ドルから同41ドルに引き下げて歳入予算を修正し、さらにGDP比4%に及ぶ3兆ルーブル規模の景気対策を打ち出した。ただし、景気対策のうち1.4兆ルーブルは連邦予算による所謂「真水」だが、残りは減税や金融当局の融資、安定化基金の取り崩しで対応している。足元の原油価格の上昇で歳入に余裕が生じているとみられるが、歳入額は前年比でマイナスで推移する一方、歳出増加で財政状態は悪化が続いている（図12）。2009年の財政赤字は予算改訂段階でGDP比▲7.4%と大規模になる見通しだが、前提となる2009年の経済成長率は前年比▲2.2%と非現実的な見通しであり、実施は財政的余裕は極めて乏しいと判断できる。さらに、財政当局を中心に来年度は歳出削減方針を堅持しており、追加的な景気対策を期待することは難しい。
- 原油価格が昨年から大きく下落し輸出は低迷しているが、内需の弱さを映して輸入も低迷し、足元の貿易収支は徐々に黒字が拡大している。したがって、経常収支は黒字を確保しているとみられるが（図13）、昨年8月の同国のグルジア侵攻、そして、翌9月の世界金融危機後の外国人投資家による急激な資本流出で外貨準備高の激減を招き（図14）、一時はデフォルトに陥るとの観測が市場で高まった。ただし、足元の外貨準備は4,000億ドル超と世界3番目の規模を有しており、国全体で外貨流動性不足に陥る懸念は極めて低い。こうした観測が生じた要因には、近年の民間部門での対外債務の急増がある（図15）。オリガルヒ（新興財

関)は資源価格の上昇を背景に積極的に業務拡大を進め、借入や社債発行で資金調達を行い、その多くを欧州金融機関が引き受けていた。しかし、世界金融危機後、欧州金融機関の経営が急速に悪化し、これらの資金調達のロールオーバーが困難になるとの観測が海外投資家の資金逃避を招いた。政府は外貨準備を用いてオリガルヒの救済を表明したが、その対応が反って政府のプレゼンス拡大による同国経済の不透明感を増大させている。

- こうした不透明な経済状況が懸念される一方、年明け以降の資源価格の上昇を背景に企業業績の好転が期待され、主要株式指数の MICEX 指数は6月初めに年初からの上昇率が100%近くに達した。その後、世界経済の不透明感の高まりによる投資化マインドの悪化で、資源価格が下落したことに歩調を合わせ売り圧力が強まったが、足元では再び世界経済の底打ち感の強まりから上昇基調を強めている(図16)。このような推移が続く要因には構成銘柄が少ない上、その多くが資源関連企業であること、市場のプレイヤーのほとんどが外国人投資家であることが考えられる。国内の年金基金などが株価を買い支えているとみられるが、先行きも外国人投資家の動向に左右される傾向が続くと予想される。ただし、同国の実体経済が弱含みで推移することを考慮すれば、上値の重い展開が続くとみられる。為替は国際金融環境の改善で内外金利差を狙う資金流入で上昇圧力が掛かってきたが、足元では実体経済の弱さを映して売り圧力が強まっている(図17)。同国政府が財政拡大を打ち出しにくい上、利下げ圧力が強いことを考えると先行きも下押し圧力が掛かり易いと予想される。また、大幅な財政赤字見通しを反映し、年明け以降長期金利は上昇基調が続いている(図18)。
- 足元では内需の底の近さが垣間見られるものの、欧州経済の不透明さなど外需や資金調達面での難しさが景気の頭を重くしており、先行きも実体経済の回復には相当の時間を要することが予想される。同国政府は、2009年の経済見通しを前年比▲8.5%程度まで落ち込むとの考えを示しているほか、IMFも直近の見直し改訂で同▲6.5%に落ち込むとして下方修正を行っている。政府は2010年には同+1.0%程度のプラス成長となるとしており、IMFも2010年には同+1.5%との見通しを示しているが、当面は厳しい状況が続くとみられる。

図10 消費者物価の推移(前年比)

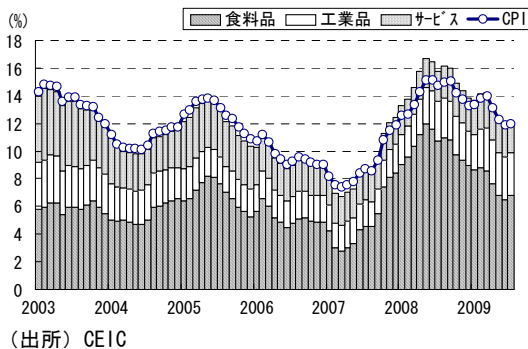


図11 為替相場の推移

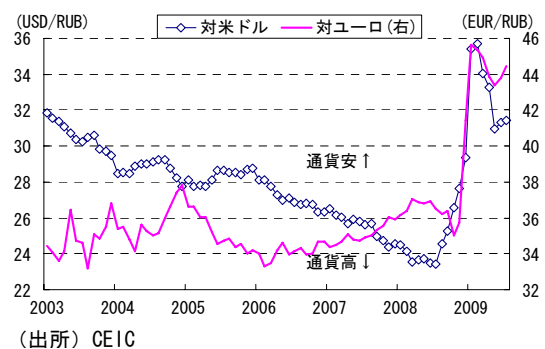


図12 財政収支の推移

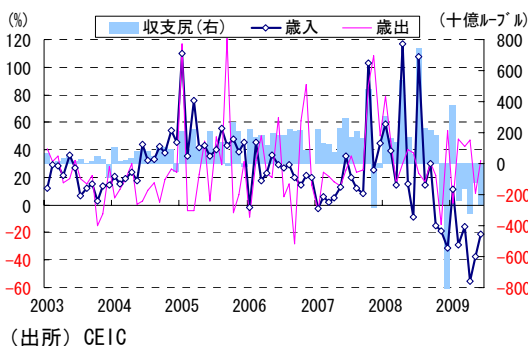


図13 経常収支の推移

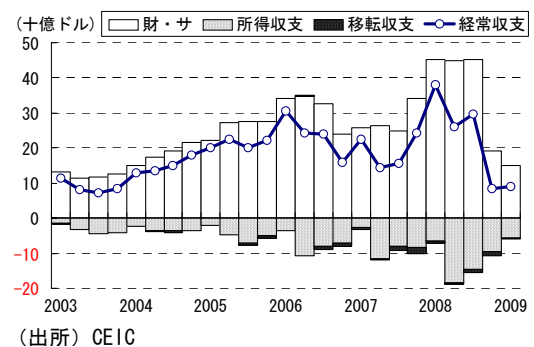


図 14 外貨準備高の推移

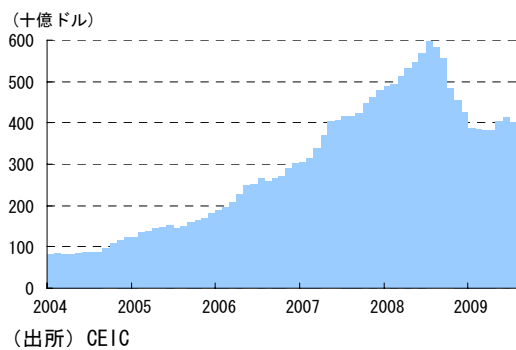


図 15 対外債務残高の推移

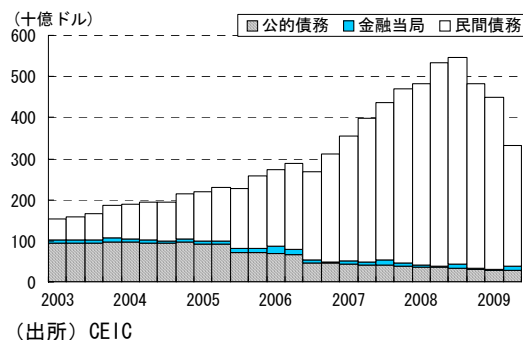


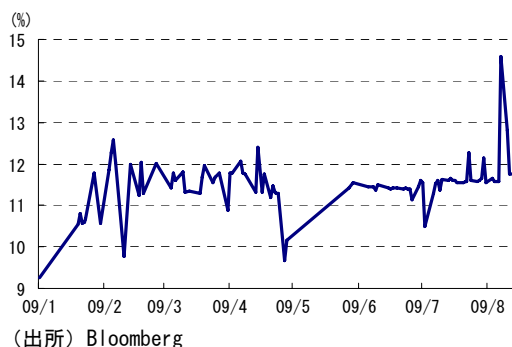
図 16 株価指数の推移(MICEX 指数)



図 17 為替相場の推移



図 18 長期金利の推移(10 年債利回り)



以 上