



ロシア経済事情：年後半は財政支出が景気を押し上げる

～来年度予算でも景気刺激策を継続の方針。自律回復への橋渡しが焦点～

発表日：2009年10月15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）

- 資源価格の高騰や海外からの資金流入に依存した高成長を遂げてきたロシアは、世界金融危機による信用収縮の影響を受け、景気減速を余儀なくされた。ただし、通貨下落の沈静化とともに物価は落ち着きを取り戻し、春先以降の商品市況の上昇、世界経済の底打ちにより景気の底が見えつつある。また、政府は今年度補正予算で大規模な景気対策を打ち出し、金融当局も引き続き金融緩和を進めており、4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比では▲10.9%と大幅マイナスながら、前期比（季節調整試算値）では▲0.2%と大きくマイナス幅を圧縮させている。こうした状況を受け、生産も徐々に回復感を強めており、7-9月期にはリセッションを脱する可能性が高まっている。
- 金融緩和により、資金流通量は大きく拡大したが、足元ではルーブル高に転じたことで輸入物価が低下し、国内物価全体も落ち着いている。ただし、ルーブル高による輸出競争力の低下懸念から、内外金利差縮小のために今後も利下げが行われる可能性がある。年後半は、補正による景気対策の本格化が見込まれるため景気の押し上げが期待されるほか、来年度予算案でも引き続き景気刺激姿勢を続ける方針が打ち出されたことで、来年にかけて景気拡大基調が続くと期待される。対外面でも輸出の底打ちに加えて商品市況の上昇で貿易黒字が拡大し、ファンダメンタルズ強化に繋がっている。
- 商品市況の上昇を受けて資源関連企業を中心に業績が改善したほか、金融安定化や景気底打ちもあり、足元では全産業に亘り業績が底離れし、株式相場は年初の倍以上に達している。ただし、浮動株の多くは外国人投資家が所有し、薄い国内投資家層も短期売買中心であることから、資産効果は限定的であろう。また、国際的な米ドル回避が強まる中、内外金利差の大きさからルーブル高圧力が強まっており、当局は積極的なルーブル売り介入を行っている。
- 政府はこのところ、2009年の経済成長率に関する見方を強めているが、それでも大幅マイナスの状況に変わりはない。IMFも今月初めのWE0（改定版）で2009年の見通しを下方修正した一方、2010年は据え置くなど、回復のモメンタムに大きな変化がない見方を示している。当面は政府の景気対策に依存した厳しい状況が続くと思われる。

《大胆な利下げや大規模な景気対策が行われた結果、深刻な景気悪化に光が射す》

- 昨秋の世界金融危機以降の世界的な信用収縮は、海外からの投資資金に依存してきたロシア経済に大きな打撃を与えた。海外からの投資流入額が大きく縮小したほか（[図1](#)）、海外に大量の資金が流出した結果、通貨ルーブルは大きく下落し（[図2](#)）、消費財の多くを輸入品に依存する同国では物価上昇を余儀なくされ、流動性不足により企業倒産も相次ぐなど大混乱に見舞われた。足元の物価は、国際金融環境が落ち着いたことでルーブルの値動きも一服し、9月の物価は前月比+0.0%と落ち着きを取り戻す一方、前年比では依然+10.7%と高止まりが続いている（[図3](#)）。実質所得は前年比でマイナス推移が続いているものの（[図4](#)）、商品市況が再び上昇基調を強めていることから、鉱業部門を中心に雇用環境改善の動きもあり（[図5](#)）、所得環境も最悪期を脱しつつある。
- この結果、家計の購買力も春先から徐々に改善の兆しが窺えるものの、依然小売売上高は減速が続いており（[図6](#)）、個人消費は力強さの乏しい状況にある。一方、同国の輸出は6割以上をEU向けが占め、世界金融危機後のEU経済の深刻な低迷は輸出の激減を招いたが、欧州景気の底打ちや商品市況の上昇を受けて輸出は

底離れしつつあり（図 7）、鉱工業生産も最悪期を脱して回復感を強めている（図 8）。9 月の購買担当者指数（PMI）は、製造業・サービス業ともに中立水準の 50 を上回るなど改善の兆しがみえているものの、鉱業部門での生産が世界金融危機前の水準に戻りつつある一方、製造業ではピークの 8 割程度に留まるなど、依然本格回復への道のりは遠い。

- 金融当局は金融危機後に積極的な金融緩和を行ってきたが、9 月も 14 日と 29 日にそれぞれ 25bp、50bp の利下げを行うなど、景気刺激に努めている（図 9）。さらに政府は 4 月に 2009～11 年度予算の想定原油価格を下方修正して歳入予算を策定し直したほか、GDP 比 4%強となる 3 兆ルーブル規模の景気対策を打ち出した。これらの景気刺激策もあり、4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比▲10.9%と前期（同▲9.8%）からマイナス幅は拡大しているものの（図 10）、当研究所試算の季節調整値ベースでは、前期比▲0.2%と前期（同▲9.2%）から大幅にマイナス幅が縮小している。7-9 月期には前期比でプラス成長に転じる可能性も高まっており、リセッションからの脱却が期待されるが、本格回復には依然かなりの時間を要すると思われる。

図 1 海外からの投資流入額の推移

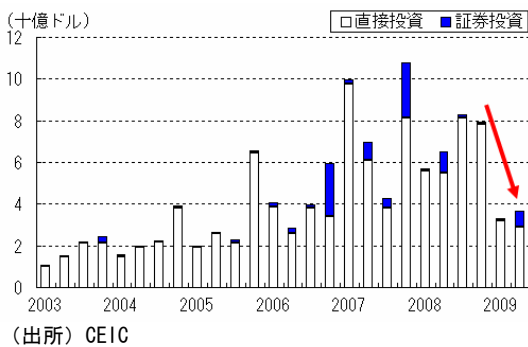


図 2 為替相場の推移

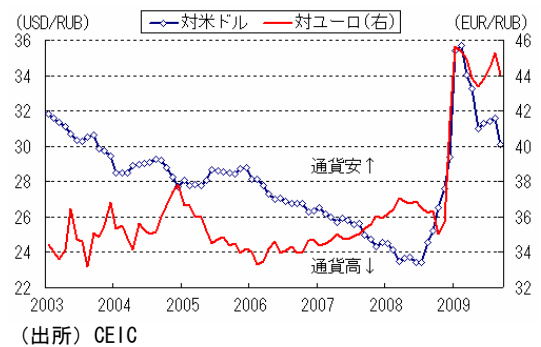


図 3 消費者物価の推移(前年比)

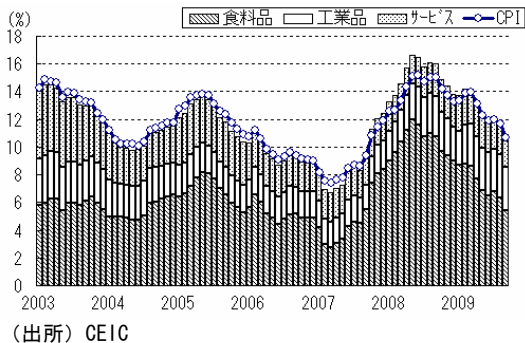


図 4 実質所得の推移(前年比)

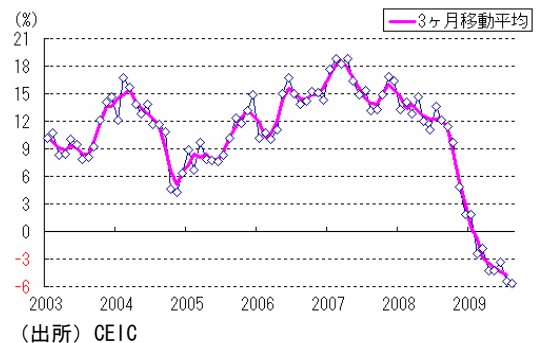


図 5 雇用環境の推移

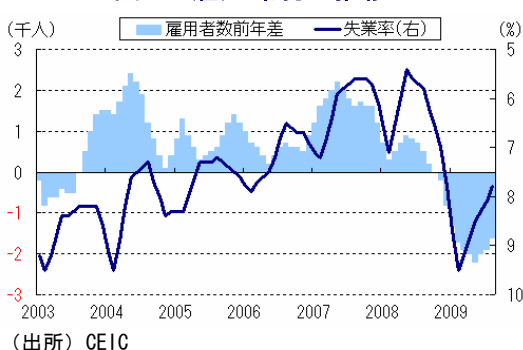


図 6 小売売上高の推移(前年比)

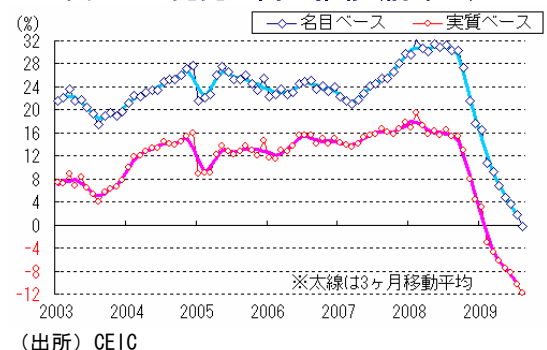


図7 輸出入の推移(前年比)

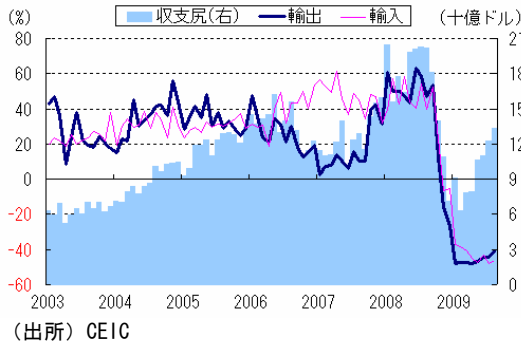


図8 鉱工業生産の推移(前年比)

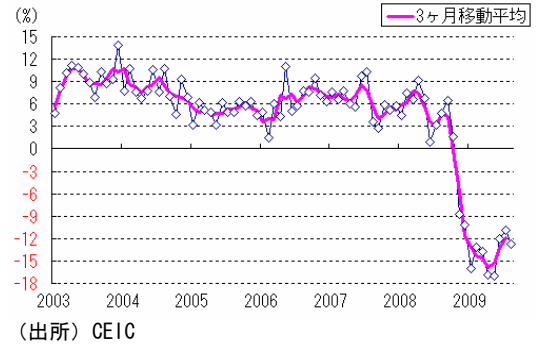
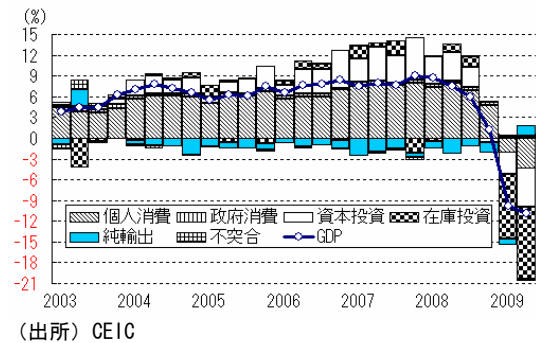


図9 政策金利の推移



図10 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



《来年度予算でも景気刺激対策を継続の方針。今後は過剰流動性の動向にも注意を要する》

- 金融当局による積極的な金融緩和の結果、国内信用の鈍化も落ち着き、金融市場に安定化の兆しが出ている（図11）。また、同国は製造業の裾野が小さいにも拘らず、輸出が GDP の 3 割を上回るなど BRICs 諸国の中では輸出依存度が高い。よって、急激なルーブル高は価格競争力を削ぐ上、輸出収入の縮小に繋がるため、過度な為替変動を回避したい意図が働く。8 月初めの利下げでは利下げ幅をそれまでの 50bp から 25bp に縮小させたものの、9 月には立て続けに 2 度の利下げを行い、利下げ幅を再び 50bp に拡大したことは、景気刺激と内外金利差の縮小によるルーブル高の抑制を狙った動きと考えられ、先行きも利下げが継続される可能性が残ると思われる。
- 政府の景気刺激策は 4 月から議論され、正式決定まで時間を要してきたが、年後半にかけて支出が大幅に拡大されるとみられ、景気の押し上げが期待される。さらに、見直しされた想定原油価格は 1 バレル＝41 ドルと現水準を大幅に下回っており、大幅減少が懸念された安定化基金の減少を緩衝することが期待される。また、先日公表された 2010 年度予算案では、歳出規模が 9.887 兆ルーブルと今年度（9.931 兆ルーブル）から若干縮小されたが、インフレ率を加味すればほぼ横ばいの水準を確保している。一方、資源関連企業からの法人税収に大きく依存する歳入は、来年度は 1 バレル＝60 ドル以下を前提とするなど、慎重な見通しがなされている。来年度も 1.832 兆ルーブルを安定化基金から、4,135 億ドルを国民福祉基金からファイナンスするが、財政赤字は GDP 比▲6.8%に及び、2011 年は同▲4.0%、2012 年には同▲3.0%まで赤字幅を圧縮させるとしている。なお、政府はかつて、来年度以降は緊縮財政に転じる見解を示していたが、景気刺激策を続ける方針を明らかにしており、足元のインフレ動向を鑑みれば金融緩和の余地も十分にあることから、景気回復を促す可能性は高まっている。
- 原油価格の落ち込みで輸出は低迷が続いているが、内需の弱さを映して輸入の減少は輸出を上回っており、貿易黒字の拡大により経常収支も堅調な推移をみせている（図12）。昨年 8 月の同国によるグルジア侵攻、翌 9 月のリーマンショック後の金融危機で、リスク回避の動きが強まり海外投資家の資金流出が相次いだ。同国では対外借入の多くが民間部門によるものだが（図13）、欧州系金融機関からの借入や社債引受などに

依存していたため、ロールオーバーが困難になるなど一時は外貨不足懸念が高まった。最終的には、オリガルヒ（新興財閥）救済のため、政府が外貨準備を用いたことで最悪の事態は回避されたものの、結果として経済活動における政府のプレゼンスの高まりによる不透明感が強まっている。

- 一方、春先以降の商品市況の上昇により資源関連企業の業績が改善したほか、景気の底打ちによる業績改善期待が高まったことで、主要株式市場の MICEX や RTS は上昇基調を強めており、足元では年初の 2 倍を上回る水準に達している（図 14）。ただし、浮動株の多くは外国人投資家が占めているほか、国内投資家も短期売買が多く、必ずしも他の新興国などのように資産効果を生んではいないとみられる。また、国際金融市場で米ドル回避の動きが強まる中、内外金利差の大きさを狙った海外投資家の資金流入によりルーブル高が進んでいる（図 15）。政府はルーブル高による輸出競争力の低下を懸念し、大規模なルーブル売り介入を行っている模様であり、結果、足元では外貨準備が再び積み上がっている（図 16）。今後十分な不胎化が行われず、さらに過剰流動性が資産市場に流入する状況となれば、再び資産価格の高騰を招く懸念もあり、注意が必要であろう。
- 足元では景気の底がみえつつあり、年後半には景気対策の本格化で景気がさらに押し上げられる可能性も出てきている。一方、外需は欧州経済の不透明さや、オリガルヒと海外金融機関による債務再編交渉が順調に進まないなどの懸念材料が残り、先行きの景気の頭を押さえる可能性もある。同国政府は先月、2009 年通年の経済成長率が前年比▲8.5%程度まで落ち込む可能性を示唆したが、その後プーチン首相が同▲8.0%程度、今月に入るとメドヴェージェフ大統領が同▲7.5%までマイナス幅が縮小するとコメントするなど、足元の回復感を反映した見通しが相次いでいるが、大幅マイナス成長となることは避けられない。なお、IMF は今月初めに公表した『世界経済見通し 2009（改定版）』で 2009 年の成長率見通しを同▲7.5%に下方修正し（修正前は同▲6.5%）、2010 年は同+1.5%に据え置いた。当面は政府の景気対策に依存した厳しい経済運営が続くと思われる。

図 11 ブロードマネーと国内信用の推移（前年比）

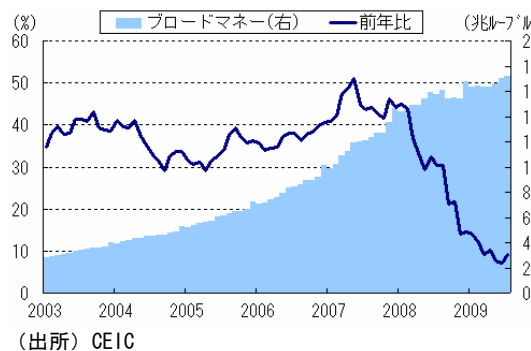


図 12 経常収支の推移

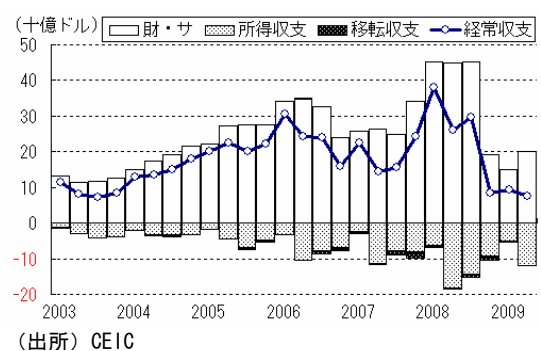


図 13 対外債務残高の推移

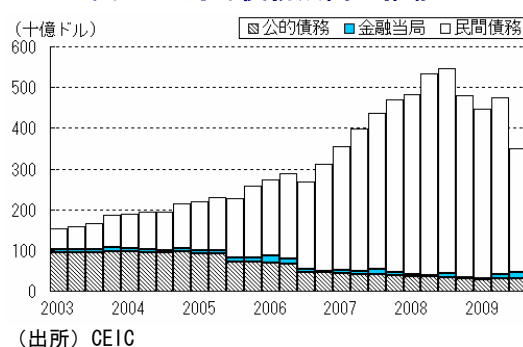


図 14 株式相場の推移

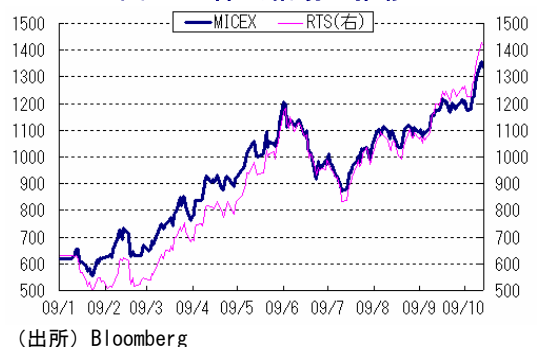
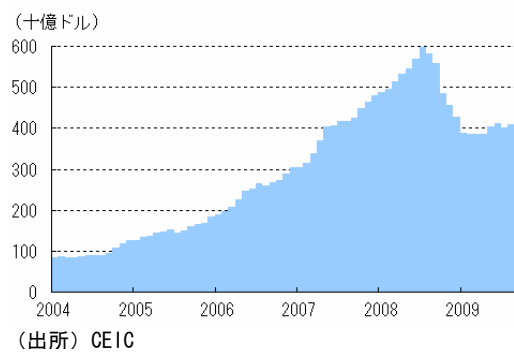


図 15 為替相場の推移



図 16 外貨準備高の推移



以 上