

ロシア経済事情: 何はなくとも原油次第のロシア経済 ～原油価格の上昇で海外資金は回帰するも、中長期的成長の糧に乏しい～

発表日：2010年1月15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)

- 原油価格の高騰を背景に一時はプレゼンスを高めたロシア経済だが、金融危機前後で海外資金が大幅に流出したため景気は大きく後退したが、足元では最悪期を脱している。世界経済の回復で原油価格が再び上昇した結果、内・外需ともに回復感が強まり、鉱物資源を中心に生産も拡大しており、7-9月期の実質GDP成長率は前期比で5四半期ぶりのプラス成長となった。内需では、輸出回復による所得の底打ちに加えて、通貨ルーブルの上昇で物価が落ち着きを取り戻していることから、個人消費に回復感が出ており、政府の大規模景気対策も下支えしている。
- 金融当局は昨年春以降に金融緩和を進めてきたが、直近も昨年末に利下げを行うなど、依然として金融緩和姿勢を強めており、足元では市中の資金供給量は増加に転じ、金融市場の落ち着きにも繋がっている。一方、利下げにも拘らず内外金利差は大きく、原油高による景気回復期待と相俟ってルーブル高に転じており、輸入物価の安定を通じて国内物価も落ち着いている。しかし、消費財の多くをEU圏からの輸入に依存する中、対ユーロでの水準訂正は十分でなく、食料品価格の上昇も懸念されることから、利下げの打ち止めは近付いていると考えられる。
- 輸出の回復による貿易黒字拡大で対外信用力は確保されており、海外資金の流入も重なり、外貨準備は再び増加している。財政面では昨年度に続いて大幅な財政赤字が見込まれるが、原油価格や経済成長率の前提が保守的なことから、赤字幅の圧縮が進むと期待される。なお、政府は2000年以来となるユーロ債の発行を予定しており、外貨流動性の向上や国際的信任の回復が期待されよう。
- 原油価格の上昇で資源国としての魅力が再び注目され、海外資金の流入により株式相場やルーブルの上昇基調が続いている。ただし、こうした資金の多くは同国の政策的な不透明感もあり短期志向が強い。国内金融市場では中小金融機関の不透明感が残っており、産業の裾野を広げるためにも直接投資の受入に向けた改革の進展が求められる。

《原油価格上昇で輸出は回復し、内需にも底離れの兆し。7-9月期の成長率は5四半期ぶりに前期比プラスへ》

- ロシア経済は、原油価格の高騰を背景に一時は世界経済におけるプレゼンスを高めたが、世界経済危機後は一転して海外資金の逃避で借入に依存した経済構造が頓挫し、政策的な不透明感で資金回帰が遅れたことも重なり深刻な景気後退に陥ったが、足元では最悪な状況を克服しつつある。昨年春以降のアジアを中心とする新興国景気の回復により原油価格が再び上昇基調を強めたことで、鉱物資源を中心に生産が押し上げられたため、他の新興国に遅れながらも景気の底入れを果たしている。7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比▲8.9%と前期（同▲10.9%）からマイナス幅は縮小しており（[図1](#)）、当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比も+1.4%と前期（同▲0.3%）までの4四半期連続のマイナス成長から脱している。
- しかし、近年高成長を牽引してきた原油や天然ガスなどの資源輸出に回復感はあるが、原油価格が一昨年のピーク時の半値程度に留まっていること、主要輸出先であるEUや東欧の景気が依然力強さを欠いていることから、世界金融危機前を大きく下回る水準で推移している（[図2](#)）。また、世界的な金融緩和でカネ余りが顕著になる中、度重なる利下げにも拘らず内外金利差が大きいことを背景に海外資金の流入が活発化し、ルーブル高が進行していることも輸出の回復を下押ししている（[図3](#)）。
- 輸出が回復したことに伴い、昨年初めを底に雇用・所得環境は徐々に改善してきたが（[図4](#)）、食料品など国

内の消費財の多くを輸入に依存していることから一昨年のルーブル暴落が国内物価の急上昇を招き、個人消費の減速要因となってきた。足元ではルーブル高に転じたことでインフレ圧力も収まりつつあり、個人消費も底を打つなど、内需に底打ち感が出てきている。また、政府は昨年公表した GDP 比 4% に相当する 3 兆ルーブルの景気対策が遅れているため、実施の加速を打ち出しているほか、追加対策として失業対策で 363 億ルーブル（12 億ドル）の歳出拡大を行う方針を明らかにしていることから、政府支出も当面の景気を下支えすると思われる。

- このように海外での資源需要の回復に加えて、内需も緩やかな回復基調にあることから、国内の生産は急速に底離れが進んでいる（図 6）。鉱業部門の生産は既に世界金融危機前の水準を上回っているが、産業の裾野は狭く、国営企業の払い下げで誕生した新興財閥（オリガルヒ）の一部は、依然として海外資金流出の影響を抜け出せない状況が続いていることから、全体では世界金融危機前の水準を大きく下回っている。
- 政府の予算前提となる原油価格は 1 バレル=58 ドルであり、足元はこれを上回る水準が続いている。よって、政府に追加的な景気対策を打ち出す財政的余力が出始めている。さらに、2010 年度予算では 2000 年以來の外債発行で資金調達を予定しており、企業部門も資金調達先をアジアや中東にも広げる動きをみせるなど、資金不足による懸念は大きく後退している。したがって、今後は緩やかながら景気の底離れが進んでいくことが期待されるが、同国については政策面での不透明感や、海外資金に依存せざるを得ない金融面での構造的な弱さが残っていることから、今後も海外経済の動向に左右される状況が続くと考えられる。

図 1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

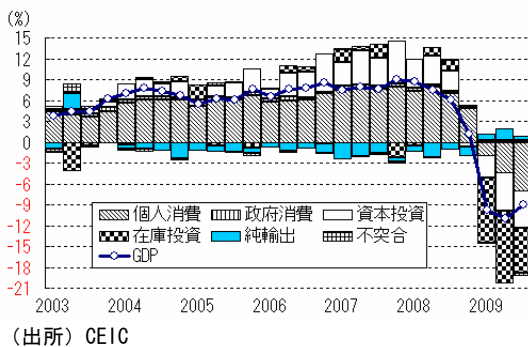


図 2 輸出入の推移(前年比)

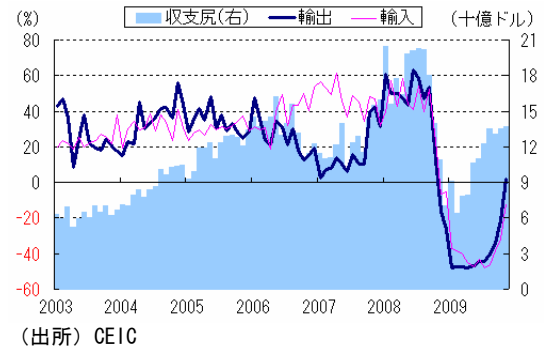


図 3 為替相場の推移(対米ドル・ユーロ)



図 4 雇用環境の推移

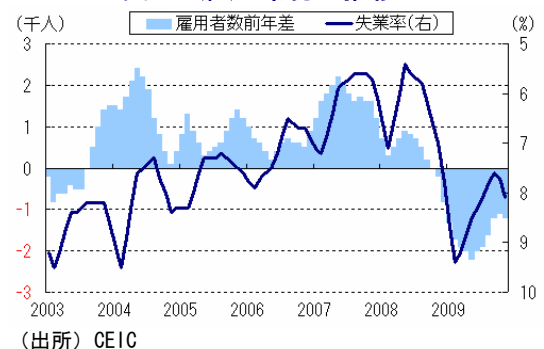


図5 小売売上高の推移(前年比)

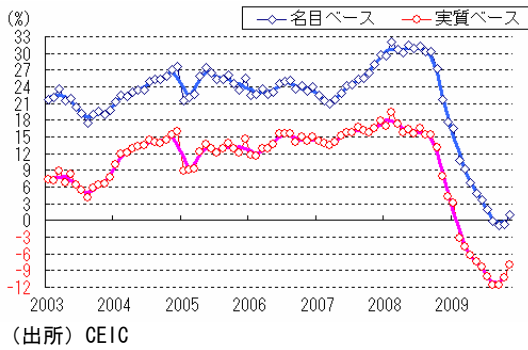
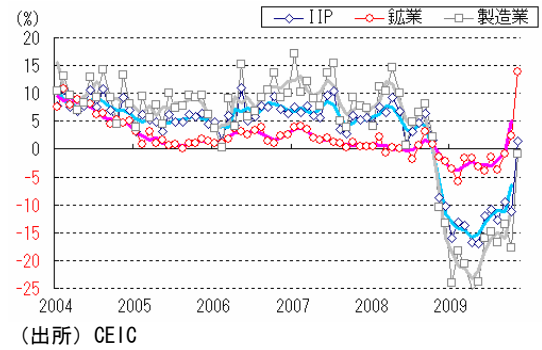


図6 鉱工業生産の推移(前年比)



《インフレ圧力は大きく低下し金融緩和を加速。対外信用力の回復もあり8年ぶりにユーロ債発行へ》

- 政府及び金融当局は世界金融危機の発生当初、同国経済への影響は軽微との見方を示し、景気対策の実施を見送る姿勢を採ったが、その後はルーブル暴落で輸入物価が大幅に上昇して国内物価が高止まりし、金融緩和に動けなかったことも景気悪化を深刻にした。しかし、世界景気の底入れによる資源価格の上昇やリスクマネーの活発化を背景に、ルーブル高に転じたことで物価も落ち着きを取り戻し、昨年4月以降は大幅利下げによる金融緩和を進めている。直近では、12月28日に政策金利を25bp引き下げ8.75%としており、計10回で累計525bpの大幅利下げを行っている(図7)。また、海外資金の流入もあり市中の資金供給量も拡大に転じるなど金融市場は落ち着きを取り戻している(図8)。
- 一昨年以降二ケタに達したインフレ率は徐々に低下しており、12月には前年同月比+8.8%と3ヶ月連続で一ケタ台に落ち着いている(図9)。ただし、ルーブルの対米ドル為替は上昇に転じているものの、輸入決済の多くを占める対ユーロの為替上昇ペースは緩やかであることから、通貨高による輸入物価の抑制は必ずしも十分に大きくない。足元では食料品価格の上昇圧力が高まりつつあることから、今後の物価動向によっては利下げの打ち止めも考えられよう。
- 原油価格の上昇や、主要輸出先である欧州経済の底打ちにより輸出が回復したため、足元では貿易黒字が拡大し、経常黒字も拡大していることから、対外信用力の回復に繋がっている(図10)。結果、海外資金の流出などにより一時は大幅に減少した外貨準備高も、昨年12月25日時点で4377億ドルに回復している(図11)。一方、欧州系金融機関による融資引き上げなど海外資金が流出した際には、対外債務の中身が問題とされてきたが、減少していた民間部門の債務は、昨年再び増加基調に転じている(図12)。一方、資金の出し手である欧州金融機関のリスク許容度低下で短期資金は圧縮が続いているが、アジアや中東圏などでの資金調達を活発化しつつあり、2008年後半のような急激な資金流出に直面するリスクは低下していると思われる。
- 景気低迷による歳入減少に加えて、3兆ルーブル規模の景気対策を打ち出したため、財政状況は急速に悪化しており、外貨準備の一部で設立した国民福祉基金などからの財政補填を行っているものの、2009年度の財政赤字はGDP比▲5.9%に達するとの見通しとなっている(国民福祉基金からの補填を除いた場合は同▲6.4%)。一方、2010年度当初予算では、ウラル原油の年平均価格を1バレル=58ドルとし、経済成長率は前年比+1.6%との前提で財政赤字がGDP比▲6.8%に及ぶとみているが、足元の原油価格はこれを大きく上回っていることから、ここまで悪化する可能性は低いと考えられ、経済成長率の上振れも予想されることから、財政赤字は圧縮が予想される。さらに政府は今年、国債市場の安定化を背景に8年ぶりにユーロ債発行を再開させる方針を明らかにしているが、これは外貨流動性の向上や国際的信用の回復に繋がろう。なお、格付機関のS&P社は昨年末に同国のソブリン格付の見通しを「ネガティブ」から「安定的」に引き上げており(格付は「BBB」)、その要因として原油価格の上昇による財政赤字の圧縮と政府の歳出削減意欲を

挙げている。

- 同国の金融システムを取り巻く環境には不透明感が残り、不動産価格などの急速な下落もあり中小銀行では不良債権比率が高止まりしていることから、財政支出を伴う資本注入などの金融安定化策が必要になる可能性残っている。しかし、原油価格の上昇による景気の底入れや株価上昇などにより経済環境は改善しつつあることから、より負債圧縮などを図ることが期待される。また、直接投資など中長期資金にも回復感はあるが、人口減少などにより国内市場の縮小が避けられないことから、政策面での不透明感などを払拭して、外資導入により産業の裾野の広げる努力が不可欠になる。

図7 政策金利の推移

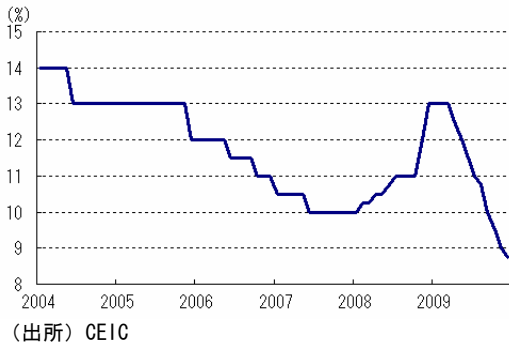


図9 消費者物価の推移(前年比)

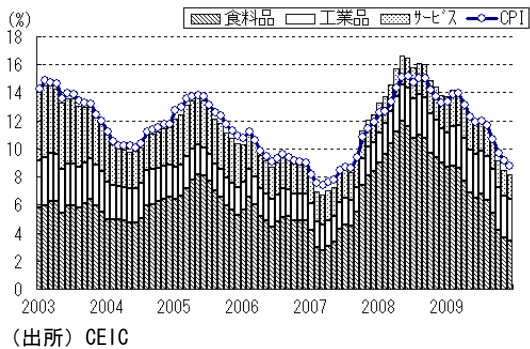


図11 外貨準備高の推移

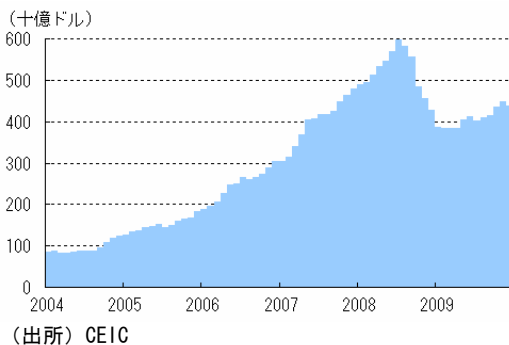


図8 マネーサプライの推移(前年比)

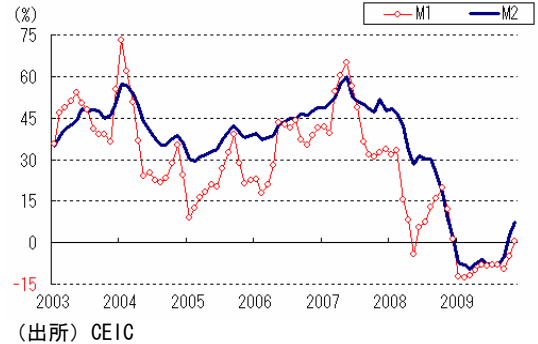


図10 経常収支の推移

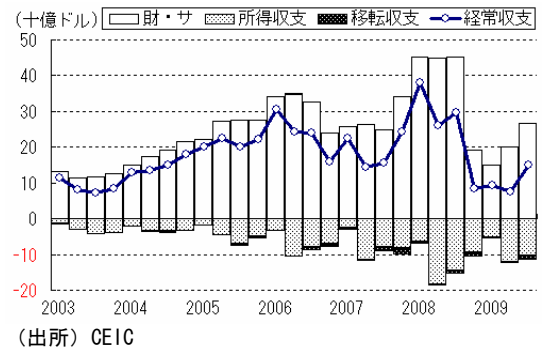


図12 対外債務残高の推移

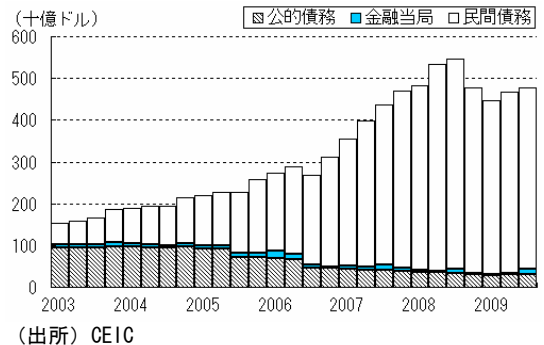
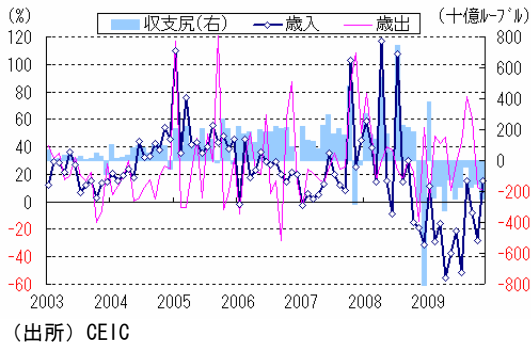


図13 財政収支の推移(前年比)



《原油価格の上昇で株価、為替は上昇基調を強める。ただし、短期志向の強い資金が多く注意が必要》

- 原油価格の上昇により同国は資源国として恩恵を受けるとの観測が高まり、海外資金の流入が続き、主要株価指数のRTSとMICEXはともに昨年を底に上昇基調を強めている（[図14](#)）。今後もアジアを中心とする新興国の景気回復が続くと予想されることから資源価格の強含みが続く可能性があり、資源関連企業のウェイトの高い市場では上昇圧力が掛かり易い状況が続くことも予想される。ただし、取引の多くが外国人投資家であり、さらに同国の政策の不透明感などから短期取引が中心となっている点には注意が必要である。
- また、海外資金の流入は通貨ルーブル高圧力に繋がっており、世界的な米ドルの信認低下も相俟って足元の対米ドル為替レートは昨年初めの水準にまで回復している。一方、対ユーロ為替レートは米ドル以上に変動しつつ上昇も緩やかなものに留まっている。同国にとってEU圏は消費財のほとんどを輸入する相手であり、ユーロに対してルーブルの上昇が大きくないことは、同国物価の安定に水を差す可能性が高い。今後の金融政策はルーブル高による輸出への悪影響を懸念しつつ、国内物価の動向もみながらの対応が続くと予想される。

図14 株式相場の推移

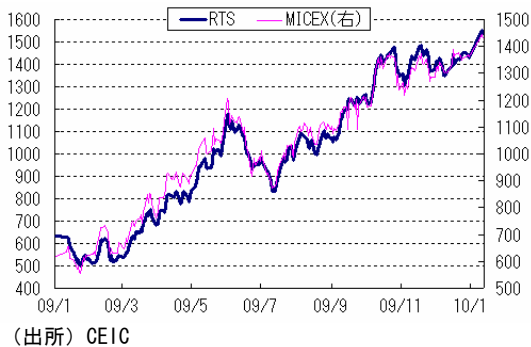


図15 為替相場の推移



以上