

ロシア経済事情: 景気底入れ確認も、断続的な金融緩和

～資金流入による悪影響の緩和と景気刺激に向け、断続的に利下げを行う見通し～

発表日：2010年4月6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)

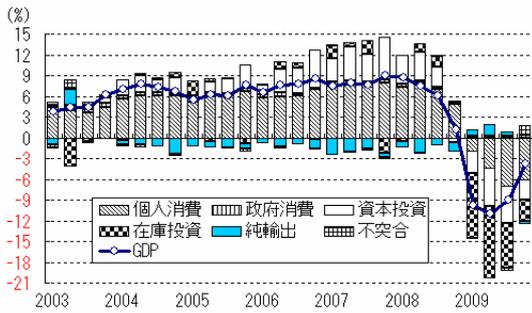
(要旨)

- ロシアの10-12月期の実質GDP成長率は前年比▲3.8%とマイナスが続いたが、当研究所試算ベースでは前期比年率（季調済）+14.1%と景気回復が進んでいる。インフレ鈍化で個人消費に回復感が出ており、海外からの投資も回帰して内需に底打ちがみられるほか、欧州やCIS圏の景気回復で輸出の回復も進み、内・外需の回復で景気が押し上げられている。
- 世界金融危機後の信用収縮は、レバレッジ型投資を進めてきた同国経済に大きな打撃を与え、ルーブル安による物価上昇と、金融引き締めがさらに追い討ちを掛けた。しかし、国際金融の安定による海外資金の回帰でルーブル高に転じ、足元ではインフレ率が低下している。
- 輸出回復により経常黒字が拡大するなど対外信用力が拡大し、海外資金の流入で外貨準備も拡大している。一方、歳入の約6割を石油収入に依存する中、ルーブル高によって石油収入の目減りを招いており、今年も大幅財政赤字が避けられない。金融当局は先月26日、2ヶ月連続で利下げを行い政策金利は史上最低となったが、ルーブル高抑制のために今後も断続的な利下げが行われる可能性が高いと予想される。また、政府は久々の国債発行を目指しており、国際金融の安定を背景に順調な調達が期待されるほか、借入依存の高い企業部門も資本構成の改善に取り組んでいる。未成熟な金融市場は、経常黒字を抱えながら海外資金に依存せざるを得ない背景となっており、同国にとっては海外資本の受入を含めた構造改革の進展が不可欠である。
- 昨年1年間で2.2倍以上となった株式相場は、年明け後のソブリン・リスク問題などにより一時下落したが、見直し買いや金融緩和により再び上昇基調を強めている。通貨ルーブルも同様に一時対米ドルでは、ルーブル安が進んだものの、足元ではルーブル高が続いており、政府想定の2割近く割高な水準にあることから、今後も断続的な利下げを促す材料になると考えられる。なお、金融緩和の影響で長期金利は低下を続けている。

《景気は大きく底離れを果たし、内外需の復調で生産も徐々に回復感が強まっている》

- BRICsの一角として近年注目を集めてきたロシア経済も、信用収縮の影響を受けて大きく落ち込んだが、急速に回復しつつある。10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比▲3.8%と依然マイナス成長だが（[図1](#)）、当研究所試算の季節調整値によると、昨年7-9月期に前期比プラス成長となってから景気は底離れが続き、10-12月期は前期比年率+14.1%と大幅に拡大している。政府は昨年大規模景気対策を発表したものの、実施は遅れていたが、執行の加速で景気が大きく押し上げられた。また、景気対策や金融緩和により個人消費にも回復感が出ており、足元では物価上昇の影響を除いても前年比プラスに転じている（[図2](#)）。
- さらに、資源価格の上昇により同国経済に対する期待感が再び高まり、海外直接投資に回帰の動きがみられることも（[図3](#)）、投資を通じて景気押し上げに繋がっている。また、輸出の大半を占める欧州やCIS諸国向けが回復し、外需も回復している（[図4](#)）。このように内需・外需ともに回復感が強まったことを受けて生産も回復基調にあるが、その水準は世界金融危機前を大きく下回っており（[図5](#)）、昨年半ば以降改善基調にあった雇用環境は再び悪化しているなど（[図6](#)）、本格的な回復には至っていない。しかし、欧州経済はギリシャ問題などを抱えながらも緩やかな回復が期待され、ロシア経済を間接的に下支えすると見込まれる。

図1 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)



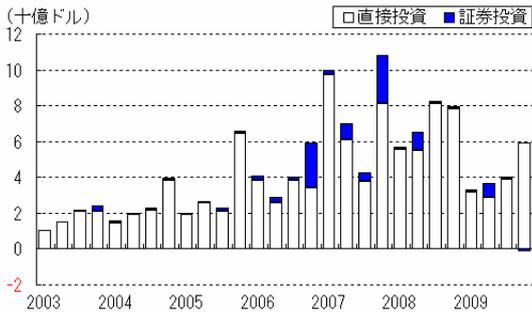
(出所) CEIC

図2 小売売上高の推移 (前年比)



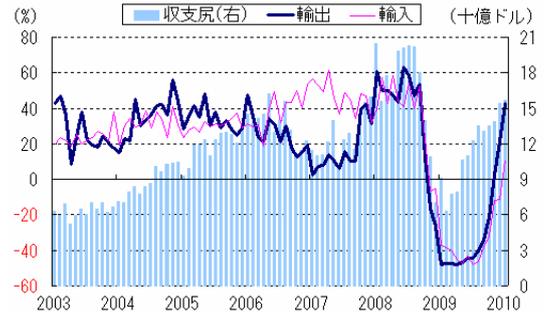
(出所) CEIC

図3 海外投資資金の流出入額の推移



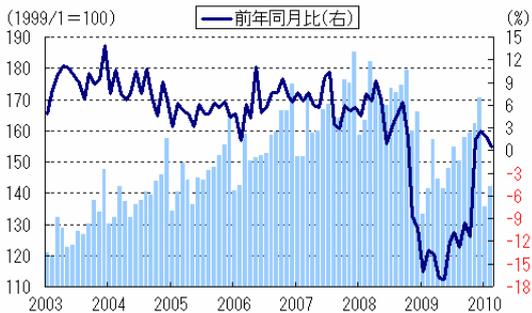
(出所) CEIC

図4 輸出入の推移 (前年比)



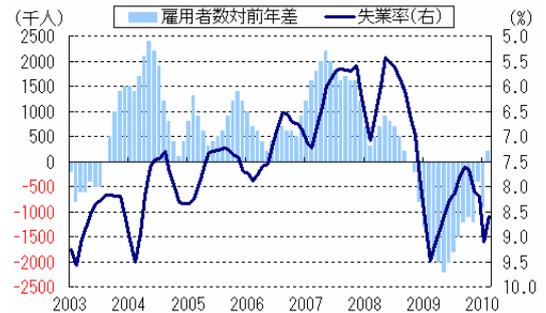
(出所) CEIC

図5 鉱工業生産の推移



(出所) CEIC

図6 雇用環境の推移



(出所) CEIC

《同国への資金流入圧力が回復、金融当局は度重なる利下げでルーブル高に対抗》

- 同国では近年、新興財閥を中心に欧州系金融機関からの借入に依存して投資を積極化させてきたが、世界金融危機による信用収縮で資金の揺り戻しが起こった結果、通貨ルーブルは暴落した。同国は多くの消費財を輸入に依存しているために物価が押し上げられ、景気低迷にも拘らず金融政策を引き締めざるを得なかったことから、さらなる景気悪化に陥った。しかし、昨年春以降は金融危機の影響が薄れたことで同国にも海外資金が回帰し、ルーブル安に歯止めが掛かっている。さらに、年明け以降はギリシャ問題を背景とするユーロ安圧力もあり、ルーブルは対ユーロで急激に上昇し（[図7](#)）、輸入物価の下落を通じてインフレ率も低下している（[図8](#)）。さらに、金融当局はインフレ圧力の縮小が確認された昨年4月以降、段階的に利下げを行うことで景気刺激を図っている。
- 大幅利下げにも拘らず足元の政策金利が依然高水準にあることによる内外金利差や、国際商品市況の上昇による景気回復期待から、海外資金の流入圧力が強まっている。結果、ルーブル高の進行で輸出競争力は大きく低下し、米ドルベースの石油収入の回復にも拘らず、ルーブル建では大幅に目減りしていることから、財政上の新たな重石になっている。金融当局は年明け以降もルーブルの通貨バスケットの変動幅を変更するなどルーブル安誘導を図り、先月26日には2ヶ月連続で25bpの利下げを行い、足元の政策金利は過去最低の

8.25%となっている（図 9）。当局は今回の利下げを含めて約 1 年あまりで計 12 回、累計 475bp 利下げしてきたが、先行きも国際金融市場における過剰流動性の問題が煽ることから、断続的な利下げが行われると予想する。

- 昨年末に発表された 2010-12 年度予算では、歳入減少により 3 ヶ年連続で赤字を計上し、2010 年単年度の財政赤字は GDP 比▲6.8%の約 3 兆ルーブル弱まで拡大する見通しが示された。しかし、ウラル原油価格の前提は 1 バレル=58 ドルと保守的に見積もられていることから歳入の上振れ要因として期待されるものの、ルーブルの為替レートは政府前提の 1 ドル=33.9 ルーブルを大きく上回っている。連邦政府は歳入の約 6 割を原油収入に依存しているが、財政は赤字基調を脱しておらず（図 10）、原油やルーブルの市況を鑑みれば、今年の財政赤字は当初予算からの大幅改善は期待しにくい状況にある。

図 7 為替相場の推移 (USD/RUB, EUR/RUB)



図 8 消費者物価の推移 (前年比)

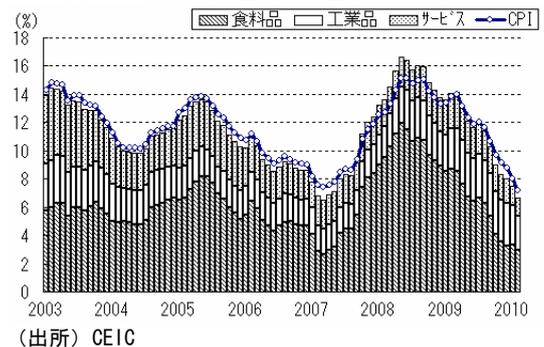


図 9 政策金利の推移

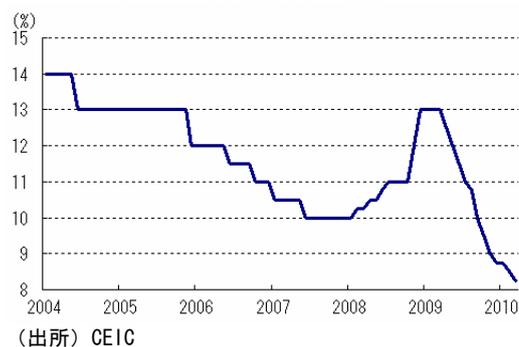
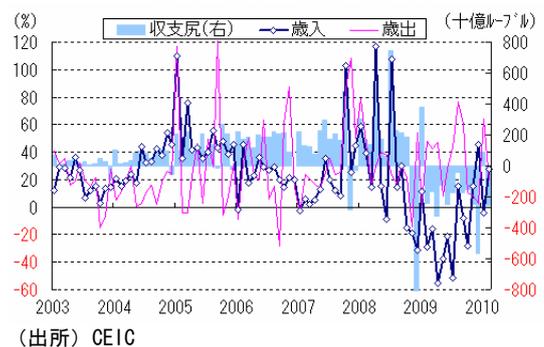


図 10 財政収支の推移 (前年比)



《国際金融市場の落ち着きは追い風だが、国内資金を活かせない問題を抱えている》

- 主要輸出先の欧州経済が底打ちした結果、輸出は緩やかに回復が進み、経常黒字も拡大するなど対外信用力は回復している（図 11）。世界的なカネ余り状態が続く中、海外資金の流入が続き、一昨年の同国のグルジア侵攻を境に減少した外貨準備も緩やかに増加しており、4000 億ドル超で推移している（図 12）。同国政府は財政赤字を賄うため、今年度は最大 178 億ドル相当の債券発行を行う方針を明らかにしており、国際金融市場の落ち着きで発行条件は有利になると期待される。昨年末以降、主要格付機関は原油価格の上昇による財政改善期待と、歳出改革を評価して見通しを引き上げている。
- 同国は新興財閥を中心として過度に対外債務に依存し、金融危機後は信用収縮による資金流出に見舞われてきたが、現状では民間部門は対外債務の整理を進めている（図 13）。さらに、一部の民間企業では新たな資金調達先として香港株式市場にも上場し、1 月末のアルミ最大手 UC ルサールのほか、今後も数社の上場が計画されている。財務強化が急務であるロシア企業にとって、これまで依存してきた欧州の金融機関に代わってアジアや中東圏などとの関係が高まるほか、これら成長市場への足掛かりに繋がることも期待される。
- 経常黒字を抱えながら、資金が投融資資金として十分に還流しない背景には、同国の未成熟な金融市場が挙げられる。足元の景気は回復しつつあるが、金融機能が未熟なために資金供給量は十分に拡大せず、金融緩

和の効果が出てきたのは比較的最近のことである（[図 14](#)）。資本構造が脆弱な中小金融機関では、足元の景気回復、資産価格の上昇、資金需要の拡大などにより経営環境は改善しているが、金融機能強化に向けた改革は不可欠である。同国は人口減少による市場規模の縮小を余儀なくされる中、過度に鉱物資源に依存した産業構造の転換には海外資本・技術の流入が必要であり、投資環境の整備が求められよう。

図 11 経常収支の推移

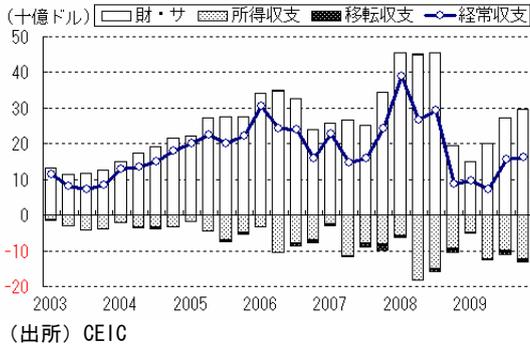


図 12 外貨準備高の推移

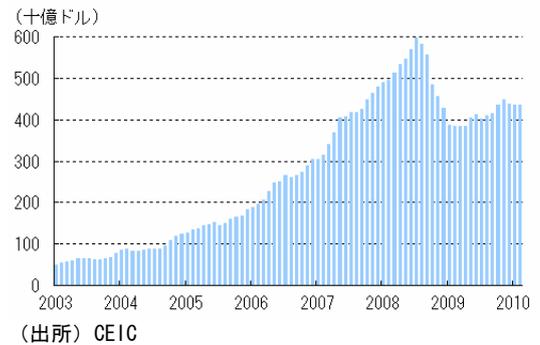


図 13 対外債務残高の推移



図 14 マネーサプライ (M2) の推移



《内外金利差などにより当面は海外資金の流入圧力が見込まれ、断続的な金融緩和が行われる可能性》

- 昨年 1 年間で 2.2 倍以上に上昇した同国の主要株式指数 (MICEX) は、年明け後にソブリン・リスク問題や主要輸出先である欧州経済の不透明感が懸念され、株式相場は一時落ち込んだ。しかし、一巡後は見直し買いが進んでおり、断続的に金融緩和が進んだことも後押し材料となり、相場は上昇基調が続いている（[図 15](#)）。なお、同国市場は国内・海外投資家を含めて短期志向が強く、値動き振れやすい特性があることには注意が必要である。
- 株式相場と同様に、ルーブルの対米ドル相場は年明け直後ルーブル安に振れたが、再びルーブル高基調に転じており、足元では同国政府の想定水準の約 2 割高で推移している。また、ギリシャ問題によるユーロに対する信認低下もあり、ルーブルの対ユーロ相場は年明け以降一貫してルーブル高基調にある（[図 16](#)）。内外金利差の大きさなどを背景に、今後もルーブル高圧力が掛かると思われ、金融当局は引き続き断続的に利下げを行う可能性が高いと予想される。なお、2 月、3 月と 2 ヶ月連続で利下げを行ったため、長期金利には下落圧力が掛かっている（[図 17](#)）。

図 15 株式相場の推移(MICEX 指数)



(出所) Bloomberg

図 16 為替相場の推移(USD/RUB、EUR/RUB)



(出所) Bloomberg

図 17 長期金利の推移(5年債利回り)



(出所) Bloomberg

以上