



ロシア経済事情:ようやく鮮明になった景気回復に新たな懸念材料

～異常気象による悪影響で、経済成長率に下押し圧力が掛かる可能性も～

発表日：2010年8月20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）

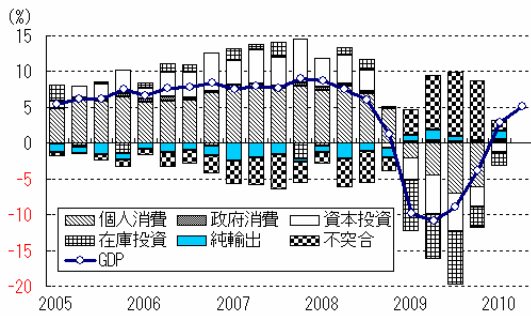
- 原油価格の上昇で交易条件が改善する中、ロシア経済も回復基調を強めている。4-6月期の実質GDP成長率は前年比+5.2%、前期比年率+7.8%となり、輸出拡大による生産増が内需に波及し、堅調な拡大をみせた。鉱業部門に比べて回復の遅れた製造業も政府の景気対策効果を楽しんでおり、景気回復の裾野は広がりつつある。しかし、異常気象で農業が打撃を受けており、モスクワなどでの経済活動が阻害される事態も続くなど先行きの景気には不透明感が高まっている。
- 世界金融危機後の海外資金の逃避によるルーブル安が物価上昇を招き、景気悪化にも拘らず金融引き締めを進めたことが、景気回復が遅れた一因となった。その後、国際金融市場の落ち着きによりルーブル高に転じると、輸入物価下落で国内物価も下落し、これまで累計525bpもの利下げを行ってきた。ただし、金融緩和で過剰流動性が懸念され、足元ではコア物価が反転しており、さらに異常気象による穀物価格の上昇も避けられないことから、利上げを模索すべき時期に差し掛かっている。
- 資源輸出を背景に経常黒字を抱えており、外貨準備高も積み上がっていることから、同国自体の対外信用力は高い。しかし、依然として国内の金融機能は十分と言えず、民間企業は外国銀行からの借入に依存している。今後の景気回復には金融機能強化を通じた国内信用の拡大が不可欠な中、中小金融機関の不良債権問題への取り組みは不可欠である。また、景気対策や年金支給の増額などの歳出増で大幅な財政赤字が見込まれる中、原油価格の前提の上振れ一方でルーブル高による歳入の目減りが続いており、財政収支の大幅改善は難しい状況にある。
- 異常気象の影響が経済成長率を1%程度下押しするとの声もあるが、当研究所でも今年の経済成長率は前年比+3%程度に下振れする可能性もあると考えている。

《4-6月期の成長率は前年比+5.2%に拡大。景気回復の足取りが進むも異常気象の悪影響が懸念される》

- 同国経済については、世界経済の回復で原油価格が上昇したため交易条件が改善し、交易利得が景気を押し上げる好循環によって景気回復が続いてきた。先日発表された4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.2%と前期（同+2.9%）から加速し（[図1](#)）、当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比年率も+7.8%と2四半期ぶりにプラス成長となった。世界金融危機前後の混乱の際には、海外資金の逃避で信用収縮に見舞われたが、昨年以降は再び海外資金にも回帰の動きが出ている（[図2](#)）。
- 同国は輸出の半分以上がEU向けであるなど欧州経済との関係が深いが、昨年以降は中国などアジア向けがけん引して輸出が回復している（[図3](#)）。結果、輸出の9割以上を占める鉱物資源関連部門の生産は、世界金融危機前を上回る水準にあり（[図4](#)）、それに伴って雇用環境も改善基調が続くなど（[図5](#)）、外需が内需の回復を促す好循環となっている。さらに、景気対策の一環で近年の物価上昇を反映して年金支給が増額されたこと、さらに物価上昇率の低下による実質購買力の向上もあり、個人消費も復調している（[図6](#)）。政府の自動車買い替え促進策などにより、製造業でも生産は回復しており（[図7](#)）、企業部門の設備投資も拡大するなど（[図8](#)）、景気回復の裾野は広がってきている。
- 同国はBRICS諸国の中でも景気回復が遅れ、地盤沈下を懸念する声が高まっていたが、資源需要の拡大をけん引役に景気回復を遂げてきた。しかし、異常気象による自然発火の多発で耕作地の4分の1近くが被害を受けるなど、農業生産への悪影響が避けられなくなっている。さらに、モスクワ近郊では火事による煙

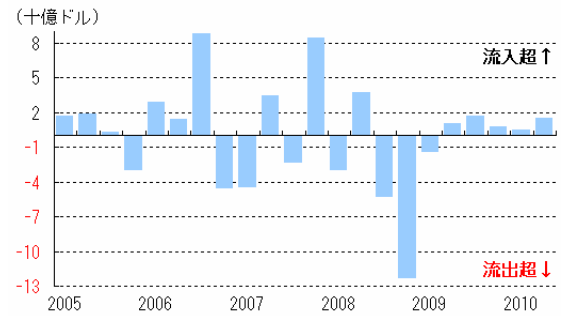
と熱による光化学スモッグによって経済活動への悪影響も懸念されている。足元では沈静化に向かっているとの報道もあるが、7-9月期の成長率を下押しする可能性は高く、農業部門などでは影響が長引くことも予想される。

図1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



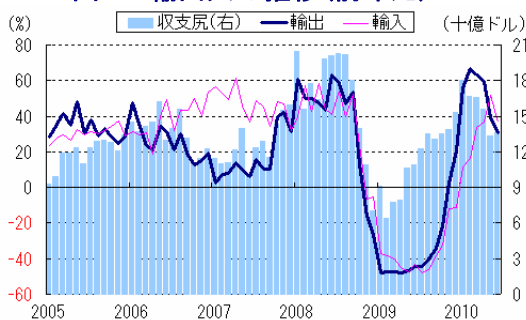
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 海外証券投資の流出入動向の推移



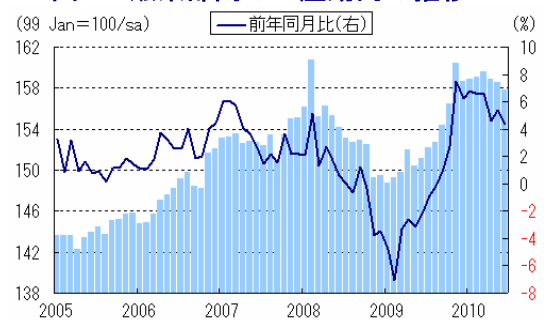
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 輸出入の推移(前年比)



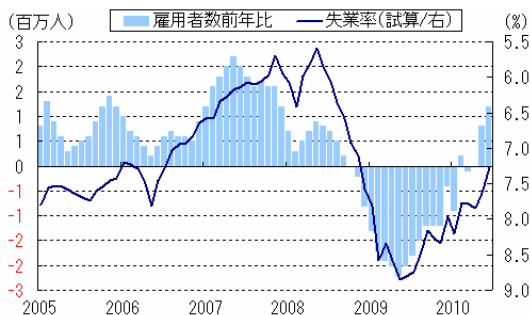
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 鉱業部門の生産動向の推移



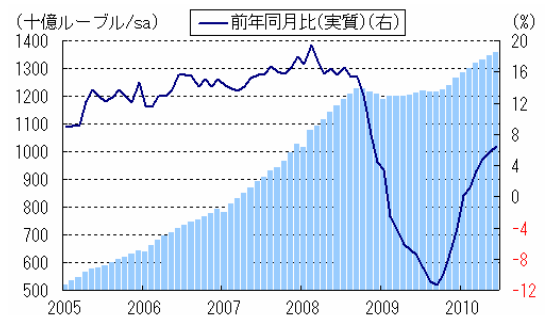
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 雇用動向の推移



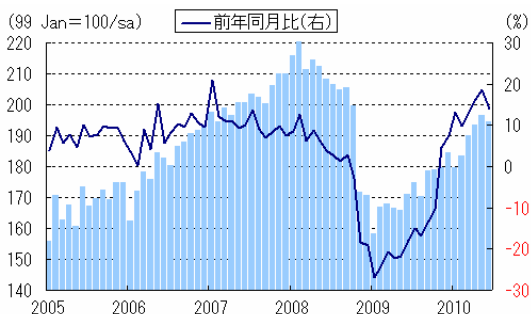
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 小売売上高の推移



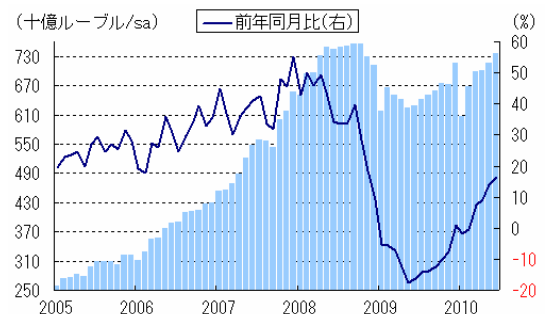
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 製造業部門の生産動向の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 固定資本投資の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《物価は落ち着いているが穀物価格上昇に懸念。今後は利上げに転じるタイミングが焦点》

- 世界金融危機後、同国では海外からの借入に依存してきた新興財閥（オリガルヒ）が外貨の資金繰りに窮する事態に直面した。同国の外貨準備高は世界第3位の規模にあり、マクロ経済全体では外貨が枯渇する状況

にはなかったが、国内の金融セクターは脆弱な上、政府がオリガルヒ救済を渋ったこともあり、ルーブルが大幅に切り下がった（図 9）。同国は消費財の多くを欧州などからの輸入に依存しており、急激なルーブル安によって二桁%の物価上昇率が続いたため、金融引き締めにかざるを得なくなったことも景気回復を遅らせた。しかし、昨年以降は米国の金融緩和や財政悪化で米ドル安となったことで輸入物価は安定し、さらに資源輸出の回復で景気も底を打ったことから、一転して金融緩和に舵を切り、これまでに累計で 525bp もの利下げを行っている（図 10）。

- 大幅な金融緩和により、昨年後半以降市中の資金供給量は急速に拡大している（図 11）。しかし、7月の消費者物価は前年比+5.5%と低下基調にある（図 12）。これは、昨年末以降の急激なユーロ安で輸入物価が大きく押し下げられたことが影響しており、特に消費支出の大きな割合を占める食料品価格が落ち着いたことが物価安定をもたらしている。しかし現在、異常気象による熱波や自然発火の影響で、政府発表では耕作地の約4分の1が被害を受けているとされ、小麦や大豆など主要穀物の生産低迷が予想されることから、政府が年末までの輸出禁止措置を発表する事態となっている。こうした動きを反映して国際商品市場では小麦価格が急騰しており、同国でも穀物を輸入に依存せざるを得ない状況が予想され、今後の物価上昇圧力は高まろう。
- 資源価格の高止まりにより交易条件は改善したものの、昨年末以降の急速なルーブル高がルーブル建の原油収入の目減りで歳入を圧迫したほか、輸出競争力の低下をもたらしたため、同国は年明け以降も断続的に利下げを行ってきた。直近では6月1日に 25bp の利下げが行われたが、それ以降は国際金融市場の落ち着きで米ドル安やユーロ安に歯止めが掛かっていることから、先月末の定例会合では今後は利下げを行わないとの見通しを示しており、追加的な金融緩和に踏み切る可能性は大きく遠のいている。足元の消費者物価上昇率は下落基調にあるものの、景気回復や年金給付増額による所得増などを反映してコア物価は上昇基調に転じており、今後は金融政策を引き締めにかざるタイミングが問題になろう。なお、IMFは今月初めに行ったIV条協議理事会において早期の利上げ検討を促している。

図 9 為替相場の推移(対米ドル・ユーロ)

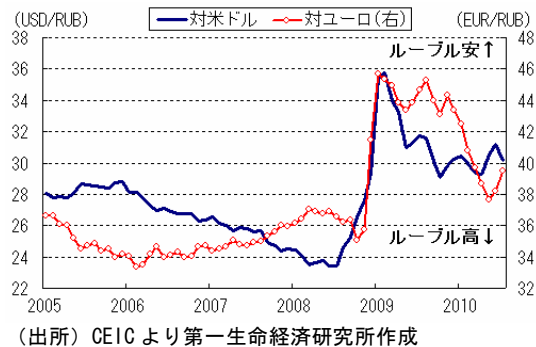


図 10 政策金利の推移

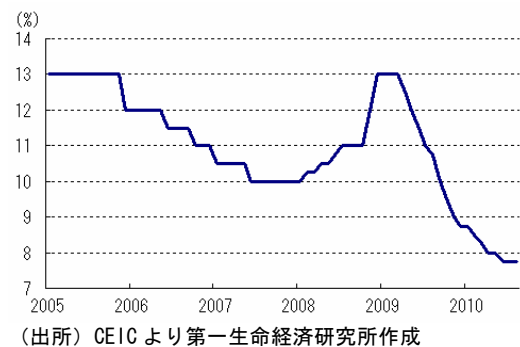


図 11 ベースマネーの推移

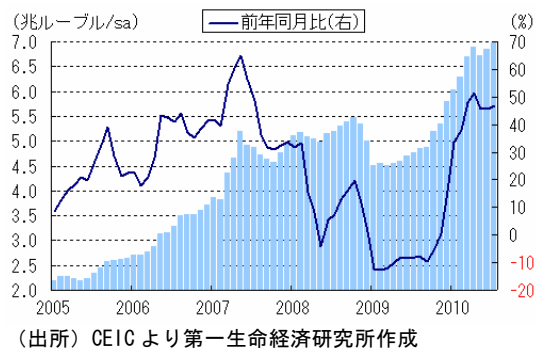
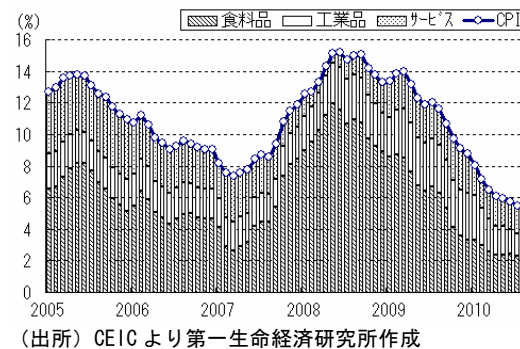


図 12 消費者物価の推移(前年比)



《国自体の対外信用力は依然高いが、銀行の不良債権問題など取り組むべき課題は多い》

- 同国は膨大な資源輸出による貿易黒字を抱えており、経常収支も黒字基調が続くなど（図 13）、マクロ経済面での対外信用力は強固である。また、これまでの大幅利下げにも拘わらず内外金利差が大きいことによる海外資金の流入もあり、外貨準備高は7月末時点で4745億ドルに達している（図 14）。なお、同国の為替制度は通貨バスケット制を用いているが、昨年来の急速なルーブル高を背景としたバスケットの内容変更に伴って外貨調達を積極化させたことも外貨準備高の増加に影響を及ぼしている。
- なお、一昨年後半の外貨資金繰り問題の原因となった対外債務残高は高止まりしており、民間部門の資金は欧州系銀行などに依存せざるを得ない状況が続いている（図 15）。この背景には、同国の銀行部門が大手数行による寡占状態にある上、融資機能が未熟なために高金利状態にあるなど、金融仲介機能が十分でないことがある。そのため、経常黒字を抱えるにも拘らず資金は投融資として国内に還流出来ていない。一方、資本構造が脆弱な中小金融機関では、世界金融危機後の不良債権の増加で与信拡大が難しい状況が続いていることも、同国の景気回復を遅らせる一因となっている。株式相場は昨年春以降急速に回復したものの（図 16）、不動産市況は依然として低迷していることから（図 17）、不良債権問題の取り組みは今後の景気回復にとっても不可欠と言える。
- 今年度予算では、財政赤字がGDP比▲6.8%程度と見込まれており、その背景には3兆ルーブル規模の景気対策や、年金支給額の増額で経常歳出が膨らんでいることがある。さらに、同国は歳入の6割程度を原油関連収入に依存しており、足元の原油価格は予算前提の1バレル＝58ドルを大きく上回っているが、為替レートは前提より大幅なルーブル高で推移しており、ルーブル建ての目減りは避けられない。先行きについては急速なルーブル安が進む展開は予想しにくく、財政健全化には時間を要するであろう。

図 13 経常収支の推移

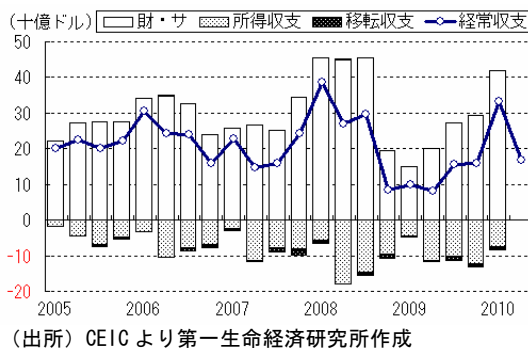


図 14 外貨準備高の推移

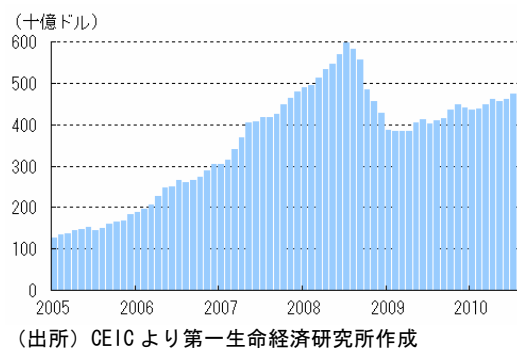


図 15 対外債務残高の推移

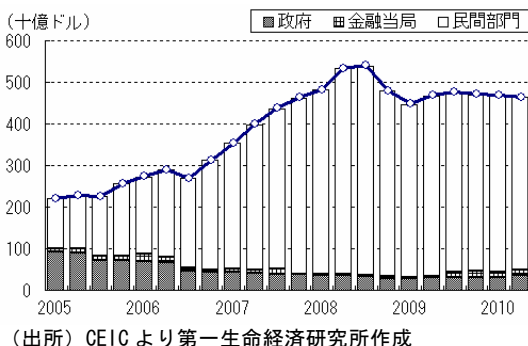
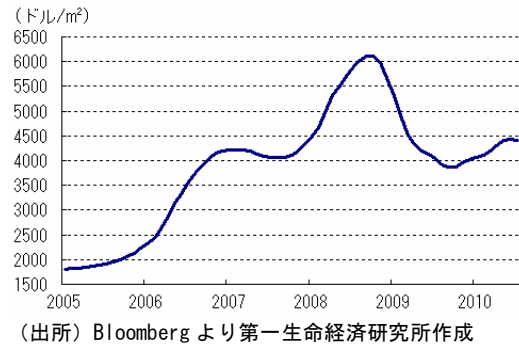


図 16 株式相場の推移(MICEX 指数)



図 17 モスクワの不動産取引価格の推移



《異常気象による悪影響が経済成長率を下押しする懸念は、金融市場にも波及する可能性も》

- 異常気象による熱波や自然発火の悪影響は大きく、一部では経済成長率を1%程度下押しするとの声も出ている。当研究所でもこれまで今年の経済成長率は前年比+4%程度とみていたが、異常気象による経済活動への悪影響を鑑みれば、同+3%程度まで低下する可能性は考えられよう。
- 昨年1年間で約2.2倍も上昇した主要株価指数(MICEX)は、欧州経済の不透明感もあって、一時期大幅に調整したが、その後は見直し買いで年初の水準を取り戻している(図18)。先行きは世界経済の減速懸念が時価総額の大きい資源関連銘柄に悪影響を与える可能性があるほか、異常気象による影響も上値を押さえると予想される。
- 株式相場と同様に、欧州経済の不透明感が高まった局面では対米ドルでルーブル安に大きく振れたものの、足元では再びルーブル高基調が続いている(図19)。また、内外金利差などを背景とした資金流入に加え、先行きの不透明感で債券選好が続いていることも影響し、長期金利には下落圧力が掛かっている(図20)。

図 18 株式相場の推移(MICEX と RTS)



図 19 為替相場の推移(対米ドル・ユーロ)

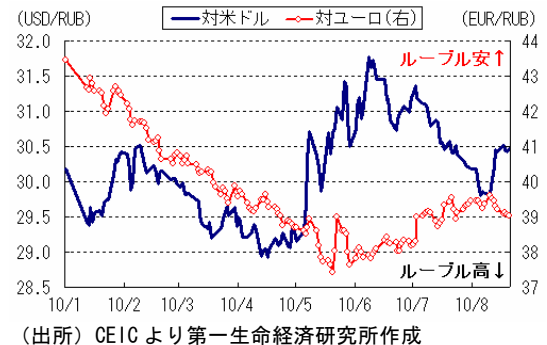


図 20 長期金利の推移(5年債利回り)



以 上