

ロシアを襲う新たなリスク

～中銀の独立性、キプロス問題など古くて新しいリスクが出現～

発表日：2013年3月19日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- ロシアは資源依存度が高いことから、最大の輸出相手である欧州の景気低迷や「シェール革命」によるガス価格の低下が懸念される中、アジア向け輸出を拡大させる動きを活発化させている。さらに、WTO加盟による透明性向上の期待は直接投資の底入れに繋がっている。一方、資源価格の伸び悩みによる交易条件の悪化や、雇用の頭打ちは景気をけん引してきた内需の重石になっている。近年、同国中銀は現総裁の下で独立性向上に努めており、インフレが懸念される中で金融引き締め舵を切る姿勢をみせてきた。しかし、今月政府が発表した次期総裁候補はプーチン大統領の側近が指名されるなど、独立性が後退する可能性もあり、市場からの信認低下に繋がるリスクが出ている。
- キプロスを巡ってはロシアとの関係に注目が集まっている。タックス・ヘイブンであったキプロスには、オリガルヒを中心に貯蓄を移転してきた結果、キプロスの銀行資産の約4割が非居住者による預金であり、その半分以上がロシア籍という状況にある。ユーロ圏によるキプロスの銀行セクター救済スキームの条件として示された銀行預金に対する課税措置は、ロシア人及び企業による預金を通じてロシア経済に間接的な悪影響が出る可能性もある。すでに融資条件の緩和などキプロス救済に動いてきたロシアにとっては、今後の展開は実体経済への悪影響も含めて新たな「火種」になる可能性もある。
- 国際金融市場の落ち着きを背景にロシア金融市場にも海外資金の流入が活発化してきた。中銀の独立性に疑念が付きかねない事態に加えて、キプロス問題の行方はロシアの実体経済のみならず、投資家にとってネガティブな材料となる可能性があるため、今後の議論の動向に注意する必要がある。

《景気は依然力強さを欠く中、インフレ懸念の高まりにも拘らず中銀の独立性低下という新たなリスクも》

- 世界経済を巡って自律的な底打ちが期待される中、国際金融市場の落ち着きも背景に商品市況は再び活況を呈するなど、資源国にとっては追い風になることが期待されている。一方、ロシアを巡っては資源輸出の半分以上を欧州向けが占める中、欧州経済は低迷状態を脱しておらず、外需を取り巻く環境は依然厳しい状況が続いている。さらに、このところはいわゆる「シェール革命」の影響による米国産天然ガスの欧州市場への流通が、ロシア産天然ガスの価格の下押し圧力に繋がっており、交易条件の悪化が国民所得の低下を招いて国内景気に悪影響を与えつつある。こうした中、同国政府はエネルギー資源の輸出先を日本や中国、韓国などアジアに分散させる取り組みをみせる一方、その見返りとして極東開発を促進させるべく対内直接投資の受け入れを積極化させる動きをみせている。同国はグルジア侵攻により国際的な信任を低下させたことに加えて、リーマンショックを経て同国への対内直接投資は大幅に低迷し、昨年プーチン大統領の返り咲きによる経済政策の不透明さはこうした状況に拍車を掛けるかに思われた。しかし、プーチン政権は同国経済の資源依存からの脱却という目標に向けて投資の受け入れを積極化しているほか、昨年8月にはWTO（国際貿易機関）への加盟が決まるなど、投資環境改善への期待も高まっている。こうしたことを受けて、昨年の対内直接投資受入額は前年を上回るなど投資を取り巻く状況は最悪期を過ぎつつある。
- 資源国という特色ゆえに、同国経済は鉱物資源を中心とする輸出の動向が景気全体を大きく左右すると考えられる傾向があるが、現実にはGDPに占める個人消費を中心とする内需の割合は高く、近年は旺盛な消費や投資が経済成長をけん引する役割を果たしてきた。他方、このところの資源価格の伸び悩みによる交易条件の悪化は国民所得の下押し要因になっており、欧州債務問題以降は欧州系金融機関による与信縮小の動きが同国内

における信用拡大の妨げになることが懸念されてきた。しかし、昨年後半以降は世界経済の自律的な底打ち期待を背景に原油価格は底堅く推移していることに加えて、国際金融市場の落ち着きによる投資家のリスク許容度の改善も追い風に同国への資金流入が活発化するなど、金融環境には改善の動きが窺える。その一方、輸出の伸び悩みを背景に鉱業部門を中心に生産は頭打ちしており、これは雇用の伸び悩みに繋がるなど景気の足かせになりつつある。さらに、足下では食料品など必需品を中心に物価上昇圧力が高まっていることに加えて、海外資金の流入などによる過剰流動性も警戒されており、過去数ヶ月に亘りインフレ率は加速している。世界経済を巡っては改善の動きが広がっているにも拘らず、同国では家計部門を取り巻く環境は厳しさを増しており、足下の景気の伸び悩みに繋がっている。

- 中央銀行は昨年9月、インフレ率の上昇を理由に1年4ヶ月ぶりに利上げを実施し、金融政策のスタンスは引き締め姿勢にややシフトさせるなど、金融政策の独立性に配慮した政策運営を図ってきた。しかし、今月15日に開催した直近の金融政策委員会（理事会）では政策金利の据え置きを決定し、「物価上昇と景気の双方のリスクを検討した結果」としつつ、足下の景気の見方について「経済指標は景気減速を示している」と下方修正しており、過去数ヶ月に比べて景気認識は弱まった。同行の独立性向上に大きく貢献してきたイグナチェフ総裁は今年6月に任期満了を迎え、政府は今月、次期総裁候補としてプーチン大統領の側近で大統領補佐官を務めるナビウリナ氏を指名しており、市場では独立性が低下するとの懸念も高まっている。同国政府は歳入の約半分を原油や天然ガスなど鉱物資源がもたらす利潤に依存しているが、昨年の大統領選を経てプーチン政権は数多くのバラ撒き政策を公約に挙げてきたことから、財政に対する負荷が高まっていることに加えて、金融政策の規律が後退することは、国際的な信任を一段と低下させることも懸念される。

図1 対内直接投資流入額の推移

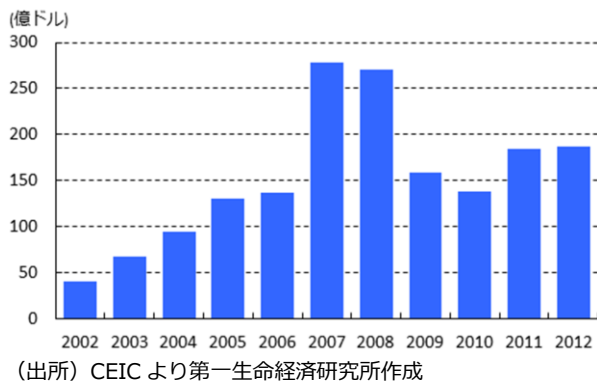
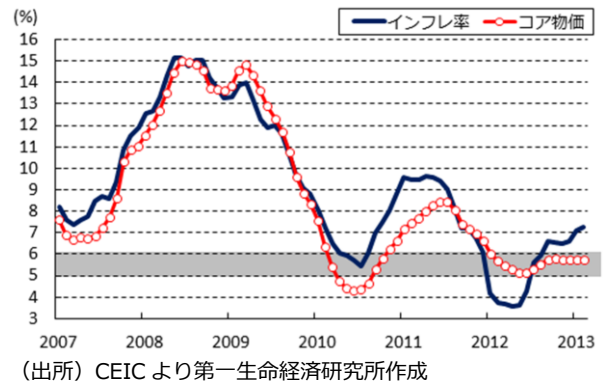


図2 インフレ率の推移



《ロシア資金を多く抱えるキプロスを巡る問題は、投資資金の動きにネガティブな材料となる可能性がある》

- 足下では、国際金融市場の波乱要素になる可能性が懸念されるキプロスとロシアとの関連性に注目が集まっている。元々ロシアは資源輸出を背景とする巨額の経常黒字を有するなど、マクロ的には貯蓄超過状態であるにも拘らず国内の銀行部門の経営体力は極めて脆弱であり、国内における金融仲介機能は欧州系を中心とする外資系金融機関に依存する状況が続いている。こうした背景には、同国のオリガルヒ（新興財閥）などを中心に貯蓄を海外に移転しており、国内の銀行セクターにとっては十分な原資が国内市場で調達しにくいという状況が影響している。さらに、この受け皿になっているのがかつてタックス・ヘイブンであったキプロスである。同国では、銀行部門の資産がGDPの8倍超の規模に達しており、そのうち4割弱が非居住者による預金である上、その半分以上がロシア籍の個人及び企業である。こうした中、ユーロ圏によるキプロスの銀行セクター救済スキームの条件として示された銀行預金に対する課税措置が実施されれば、間接的にロシア経済にも少なからず悪影響を与えそうだ。キプロスは2011年にロシアから受けた支援融資の条件緩和（返済期間の延長）を要請したほか、昨年7月にも新規融資を受け入れるなど深い関係があるが、キプロス救済スキームの行方は

ロシアの実体経済の下押し要因になる可能性があり、ロシア経済にとって新たな「火種」になることも懸念される。

- 国際金融市場の落ち着きを背景にロシア金融市場においても海外資金に回帰の動きがみられる中、昨年半ば以降はこうした動きを追い風に通貨ルーブルは上昇基調を強めてきた。特に、世界経済の底打ち期待による原油価格の上昇は、これによる恩恵を受けやすい同国経済に対する期待も重なり、ルーブル高圧力に繋がってきた。一方、同国景気は依然として足取りが重く回復感に乏しい状況が続いていることに加えて、足下では中銀がいわゆる「ハト派」姿勢を強めつつある中、中銀の中立性に疑問が付きかねない懸念が高まっていることを鑑みれば、先行きはルーブル高に一服感が出ることも予想される。さらに、キプロスの銀行救済スキームの行方はロシア経済及び企業の動向にも少なからず悪影響が出ることも懸念される。これらの問題は、当面の通貨及び株式相場双方にとってネガティブな材料になるであろう。

図3 ルーブル相場(対米ドル、日本円)の推移

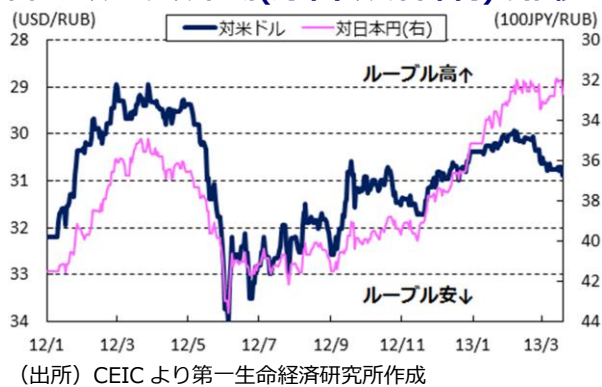
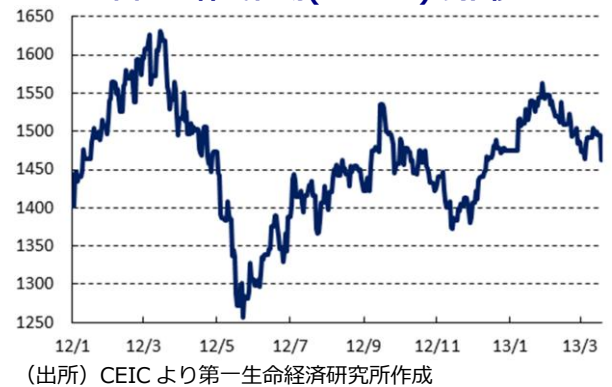


図4 株式相場(MICEX)の推移



以上