

ロシアはさらなる八方塞の状況へ

～欧米の制裁強化、資金流出の悪影響は一段と深まろう～

発表日：2014年7月29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)

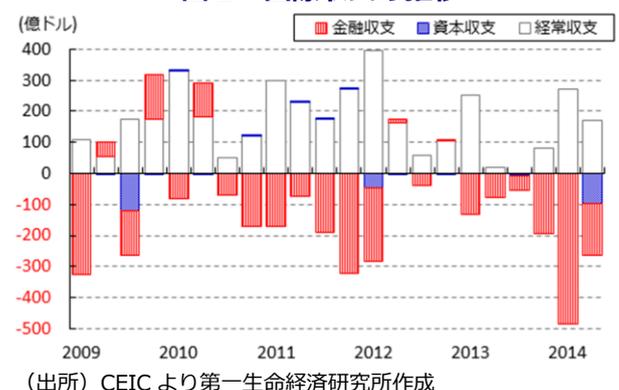
- ウクライナ問題を巡る欧米の経済制裁はロシア経済を徐々に苦しめている。4-6月期の実質GDP成長率はわずかに加速したものの下降線を脱せず、景気浮揚のきっかけを失いつつある。経済制裁のさらなる強化は同国経済の屋台骨にも悪影響を及ぼしつつある。海外資金の流出による資金需給環境の悪化は信用収縮を招いており、今後打ち出される制裁強化により状況が一段と悪化することは避けられない。
- 磐石な対外収支を誇るロシアだが、経済制裁はこれにも悪影響を与える。ロシアは消費財の大半を輸入に依存するが、海外資金流出によるルーブル安は物価上昇圧力を招くなか、貿易停止となればさらなる物価高騰に繋がる。中銀は通貨防衛と物価抑制を目指して3ヶ月ぶりの利上げに踏み切ったが、インフレ圧力が緩和する見通しは低く、景気減速下でさらなる利上げに踏み切らざるを得なくなる可能性も残る。
- 外貨準備と対外債務などの状況を勘案すれば、同国発で危機的状況に陥るリスクは低い。しかし、資金需給改善に公的部門が前面に出て「国家資本主義」色が強まる可能性は高く、同国市場は一段と魅力を低下させよう。当研究所は先月、今年の経済成長率見通しを引き下げており、これを据え置く(前年比+0.0%)。

- ウクライナ問題を巡る欧米諸国からの経済制裁は、ロシア経済にジリジリと悪影響を与えている様子が確認されている。4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+1.1%と前期(同+0.9%)からわずかに加速し、前期比年率ベースでも2四半期ぶりにプラス成長に転じるなど、年明け直後の混乱を脱しているようにみえる。同国景気を巡っては過去数年に亘って「下降線」を辿る状況が続いてきたが、欧米諸国をはじめとする国際社会からの経済制裁は景気浮揚のきっかけを失わせることが懸念される。事実、多くの欧州諸国はエネルギー資源の多くをロシアからの原油及び天然ガスに依存しているため、現時点における欧米の経済制裁はこれらの輸入制限などに踏み込んだものとはなっていない。しかしながら、年明け以降の輸出は伸び悩んでおり、中東情勢の不透明化に伴い原油価格は上昇するなど「資源国」である同国経済にとってプラス材料になると期待されるにも拘らず、国際社会からの不信感が重石となっている。さらに、EUによるロシア政府高官及び企業・団体との金融取引が禁止されているほか、一部では在欧資産の凍結に踏み込むなどの措置が採られているが、こうした動きはジワジワとロシア経済の屋台骨を蝕んでいく

図1 実質GDP成長率(前期比年率)の推移



図2 国際収支の推移



ことが見込まれる。ロシア経済自体は過去十数年に亘って定常的に経常黒字を計上するなど貯蓄超過状態にあるものの、その多くは資源関連を中心とする公的部門の管理下に置かれており、近年の経済成長の波に乗って拡大を続けてきたオリガルヒ（新興財閥）をはじめとする民間部門は欧州系を中心とする外資系金融機関に資金調達を依存する関係が続いてきた。この背景には同国の銀行部門は審査を含めた融資能力が低いことが影響していると考えられ、海外からの資金流入の動向はロシア金融市場におけるマネーの動向にも大きな影響を与えることから、金融取引の禁止措置はそのままロシア国内の資金需給に悪影響を与えている。年明け直後の国際金融市場の動揺も重なり、1-3月期の金融収支は大幅赤字となるなど大量の海外資金が流出したことが確認されたが、その後も流出が続いている上に経済制裁を警戒した投資家による資金引き上げの動きも重なり、海外資金の流出超の状況は収まっていない。結果、国内のマネーサプライの伸びは足下で減速基調を強めており、資金需給のひっ迫が国内需要の足かせとなる悪循環も強まっている。今月17日にウクライナ東部で発生したマレーシア航空機「撃墜」事件を受けて、欧米諸国はロシアに対する経済制裁を一段と強める構えを示しており、これによって影響が深刻化することも考えられる。なお、EUにとってロシアは重要な「エネルギー源」である上、一部の国々には重要な債権国でもあり、実際の制裁には「抜け穴」が存在するなどロシアの金融市場の「扉」が完全に閉ざされている訳ではないが、対露感情が急速に悪化するなかで強硬姿勢が強まることは避けられなくなっている。

- 今後、欧米諸国をはじめとする国際社会からロシアへの制裁が強化されることで、足下では磐石な対外収支などにも少なからず悪影響が出ることは避けられない。ロシア経済は過去十数年に亘って定常的に貿易黒字を確保してきたが、原油関連や天然ガスなどエネルギー資源で生じた貿易黒字が大きく貢献しており、輸出の9割近くを何らかの鉱物資源が占めていることを勘案すれば、資源だけで巨額の貿易黒字を生み出している。このことは国内で消費される消費財の多くは輸入に依存していることを意味しており、欧米諸国の経済制裁によって西側からの消費財供給が滞ることになれば、すなわち国民経済が立ち行かなくなる可能性がある。さらに、こうした脆弱な構造は国際金融市場における海外資金の流出による影響と切っても切り離せない関係にあることを示している。事実、年明け以降の海外資金の流出に伴い通貨ルーブルの対米ドル為替レートは一時世界金融危機後の最安値を更新する状況となるなど、自国通貨安による輸入物価の上昇がインフレ率の加速を招いており、折しも海外資金の流出が国内金融市場における信用収縮を招いているなかで内需を一段と下押しする材料となっている。足下ではウクライナ情勢を巡る不透明感が高まっていることに加え、欧米諸国による経済制裁も一段と強化される方向にあることから、ルーブル相場には下押し圧力が掛かりやすくなっており、インフレ率がこれまで以上に加速していく可能性も考えられる。直近6月のインフレ率は前年同月比+7.80%と加速感が強まっており、食料品やエネルギーを除いたコア物価も同+

図3 貿易収支の推移

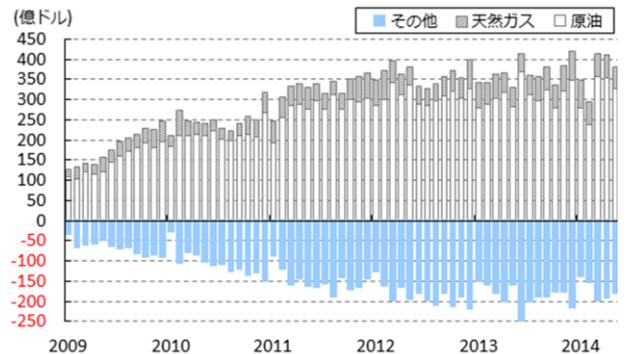


図4 インフレ率の推移



7.53%となるなど、ともに中銀の定めるインフレ目標（6.0～6.5%）を大きく上回る水準にある。こうした状況を受けて、中銀は25日の金融政策委員会において政策金利（1週間物レポ入札最低金利）を50bp引き上げて8.00%とする決定を行っており、同行による利上げは今年4月以来3ヶ月ぶりに行われる。なお、利上げ実施の理由として同行は「地政学リスクやルーブル相場の変動、税制や関税政策の変更による物価への影響」を挙げ、足下の資金需給についても「企業部門の信頼感低下や収益悪化に加え、国内外での資金調達環境の悪化により投資需要は弱く、高インフレリスクが続けば追加利上げも辞さない」との考えを示しており、利上げの狙いは通貨防衛とそれによる物価安定を目指したものと考えられる。しかし、物価動向について昨年後半はインフレ率が減速基調を強めたことから、今後はその反動が出る懸念がある上、年明け以降のルーブル安の影響の表面化も予想される。さらに、欧米諸国による経済制裁の強化が貿易や投資の制限にまで広がる可能性があることから、そうした事態に至ればロシア国内においては一般消費財の供給が急速に絞られることで物価上昇圧力が高まることも懸念される。ロシア経済の不透明感が高まることは避けられないであろう。

- ロシアの外貨準備は6月末時点で4320億ドルに上っている一方、対外債務残高に占める短期債務残高は同時点で800億ドル強に留まっていることを勘案すれば、同国発で危機的状況が誘発される可能性は低い。さらに、欧米諸国による経済制裁後もEUでは依然としてロシア国債の購入が可能であることから、足下のように世界的な「カネ余り」が続く環境下においては高利回りを期待した投資資金が飛びつく可能性は否定できず、こうしたことも同国での危機を回避させることに繋がる。ただし、民間部門などを中心に海外での資金調達が難しくなる一方、国内の民間金融機関には十分な間接金融能力が伴っていないことから、公的部門による金融市場への介入が一段と強まることが予想され、いわゆる「国家資本主義」的な色彩が濃くなることが懸念される。2012年のWTO（世界貿易機関）の加盟を経て、同国では資源依存からの脱却を目指して海外からの対内直接投資を積極的に受け入れる動きが進んできたが、欧米諸国による経済制裁によってこうした取り組みは水泡に帰すことが予想される上、国家資本主義の色彩が濃くなることで海外資本からは一段と魅力に乏しい国になっていくことも避けられない。当研究所では先月、今年のロシアの経済成長率の見通しについて前年比+0.0%に引き下げることを示したが、現時点においてはこの見方を据え置く。

以上