

ロシアだけに留まらないロシアを巡る問題

～グローバル化の功罪をあらためて認識させられよう～

発表日：2014年10月9日(木)

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)

- 金融市場でルーブル安が進んでいる。ウクライナ問題に端を発する欧米の経済制裁で資金流出圧力が強まったことが影響している。ルーブル安は輸入物価を通じてインフレを招き、中銀は通貨防衛へ金融引き締めにかざるを得ず、物価高と金利高が並存することで景気は勢いを失っていることも影響している。
- 経済制裁で輸出の約半分を占める欧州向けが足かせとなり、外需も鈍化するなか、米ドル高や中国・欧州景気の減速による原油市況の調整も景気の重石になる。外貨準備の大きさを勘案すれば、金融危機になるリスクは低い、政権内部で対立構図が政策の不透明感を助長させる可能性には注意が必要である。
- 欧米の経済制裁はロシアのみならず、欧州経済の足かせとなり、双方の景気に悪影響を与えている。しかし、状況が直ちに改善する見通しは立たず制裁の長期化は必至ななか、産油国の減産が油価維持に繋がるかも不透明であり、今年のロシア経済は2009年以来のマイナス成長に陥るリスクは高まっている。

- 国際金融市場におけるルーブル安が止まらない。年明けに発生したウクライナ問題を巡るロシアの関与が指摘されて以降、国際社会からのロシアに対する視線は厳しさを増しており、今夏以降は欧米による経済制裁強化の動きが強まったこともあり、実体経済にも悪影響が避けられない状況となっている。なお、欧米による経済制裁強化後も、金融市場では事実上ロシアへの資金流入が可能な『抜け穴』が存在しているほか、資源関連分野では欧米企業とロシア企業との協力が行われるなど、政治的な対立と経済面での結びつきは必ずしも合致しない様子もうかがえる。しかし、欧米の機関投資家などによるロシア向けポートフォリオの見直しの動きが広がったことで証券投資など短期資金を中心に急激な流出が起こったほか、外資系金融機関による新規融資の手控えや資金回収の動きが広まり、信用収縮が起こるとの懸念が強まっている。事実、同国金融市場においては地場銀行のプレゼンスはその信用創造能力の低さも相俟って必ずしも高くなく、民間企業などでは欧州系を中心とする外資系金融機関による借入が経済活動を支える状況が続いてきた。よって、足下では欧米による経済制裁に抵抗する形で政府による外貨準備の取り崩しなどを通じた資金供給策を実施したことで貨幣流通量の伸びに底入れ感が出ている一方、金融市場での信用創造を含むマネーの伸びは減速基調を辿るなど資金需給のひっ迫感は強まり、製造業を中心とする景況感の冷え込みが設

図1 ルーブル相場(対米ドル)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

備投資意欲の低下を招いている。また、欧米の経済制裁で同国への輸出が実質的に規制されたことで、日用品をはじめとする消費財の多くを輸入に依存する同国では消費財の需給がひっ迫して物価上昇圧力が高まりやすいなか、ルーブル安による輸入物価上昇も相俟ってインフレ率は中銀の目標を大きく上回っている。こうしたことから、中銀は為替安定のために年明け以降だけで3月と4月、さらに7月と3回の利上げを実施しており、物価高と金利高が並存する状況が続いている。したがって、家計部門の実質購買力に下押し圧力が掛かる状況が続くなか、銀行部門の貸出態度の悪化も追い討ちを掛ける形で個人消費の重石となっており、ここ数年のロシア経済のけん引役となってきた内需は急速に勢いを弱めている。

- 欧米による経済制裁は、貿易縮小を通じて直接的にロシア景気の下押し圧力に繋がっていることも事実である。

足下の輸出額は、全体の約半分を占める欧州向けが経済制裁により抑制されたことが重石となり、前年を下回る伸びに留まっている。さらに、輸出全体の6割以上を原油関連が占めるほか、鉱物資源関連では約9割に達するなど同国の外需は世界的な資源の需給動向に左右される傾向がある。足下では中国景気に対する不透明感がある一方、OPEC（石油輸出国機構）加盟国などの産油国は価格維持に向けた減産で必ずしも一枚岩ではないとの見方が広がっている上、国際金融市場において米ドル高圧力が強まり、原油をはじめとする米ドル建て決済される国際商品市況の調整圧力に繋がっている。主要輸出財である原油市況の調整は

取引条件の悪化を通じて国民所得を下押しするほか、同国政府は中央・地方を併せると歳入の3分の1を原油及び天然ガス関連収入に依存しているため、歳入減を通じた財政余力の低下によって公共支出による景気下支えが難しくなることも避けられない。政府は予算に原油価格の前提を置き、現実の油価が想定価格を上回った黒字分を『準備基金』に積み立てることで財政上のバッファードとする措置が採られているが、来年度の想定価格である1バレル当たり96ドル（ウラル原油ベース）を下回る可能性が高まるなかで取り崩しを余儀なくされる模様である。準備基金は今年9月初めの時点で408億ドルに達していることから、直ちにこれが枯渇する可能性は低いと見込まれるものの、ドル建て資産の売却を通じた資金調達が必要に迫られるため、ルーブル安の歯止めに関わるものと期待される。さらに、海外資金

の急激な流出による国内金融市場での資金需給のひっ迫に対して、政府は外貨準備の取り崩しなどを通じて資金供給を行う姿勢をみせており、これも同様にルーブル安圧力の食い止めに繋がるものと期待される。なお、同国の外貨準備高は9月末時点で3968億ドルと世界的にも中国、日本に次いで第3位の規模を有している上、金などを含む準備資産は総額4542億ドルに達する。海外資金の流出なども重なって、年明け以降だけで外貨準備高は500億ドル以上も減少

しているものの、ロシアを発端に金融危機などが起こるリスクは低いと考えられる。しかし、政府主導による資金供給の動きは世界金融危機後同様に民間企業に対する政府関与の拡大を通じて実質国有企業化する動きと連想されやすく、実際に資源関連の元国有企業の経営者が自宅軟禁下に置かれるなどの動きも報道されている。

図3 輸出額の推移

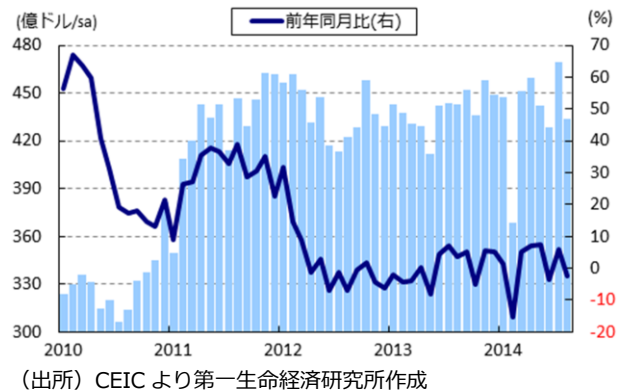
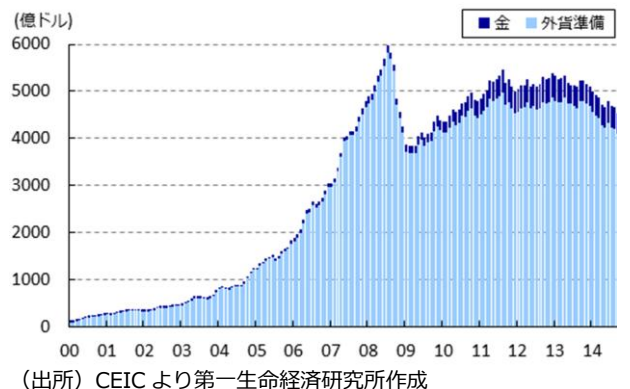


図4 公的準備資産残高の推移



同国政府は 2012 年に W T O（世界貿易機関）に加盟したことで、経済を対外的に開放することを通じて長年の課題である資源依存型経済からの脱却を図る姿勢を強めており、メドベージェフ首相周辺ではこうした姿勢を続ける考えを内外に対して発信している。他方、上述のように民間企業に対する締め付けが厳しくなっている背景には、政権中枢でプーチン大統領に近いシロヴィキ（強硬派）との間で対立が強まっているとの見方もあり、こうした事態が長期化ないし緊迫化する状況となれば、欧米諸国による経済制裁の動きも相俟って、わが国など海外から進出している企業の投資をはじめとする活動にも悪影響を与えることになるだろう。

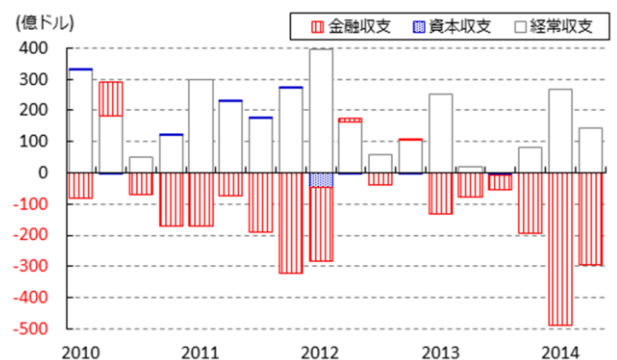
- さらに、足下においてロシア経済が直面している厄介な問題としては、欧米による経済制裁強化の動きによって E U 諸国をはじめとする欧州経済自体の勢いが弱まっていることが挙げられる。ロシアにとって欧州は輸出額の半分以上を占める最大の輸出相手である一方、欧州にとっても東欧諸国を中心にエネルギーの多くをロシアからの原油及び天然ガス輸入に依存しており、ロシアとの関係悪化はエネルギー供給を通じて経済活動の制約要因となることが懸念されている。他方、欧州の側から

みて輸出先としてのロシアの存在感は必ずしも高いものではないものの、近年はロシア国内のオリガルヒ（新興財閥）など富裕層向けビジネスが拡大している上、彼らの資産運用先として欧州が中心的な役割を果たしてきたほか、欧州系金融機関もロシア向けビジネスを収益の柱の一部としてきたことを勘案すれば、経済制裁によってこうした資金移動が縮小することはロシア経済のみならず、欧州経済にとっても下押し圧力になることは避けられない。依然として

ウクライナ問題を巡っては事態の悪化こそ免れているものの、関係国どうしによる『落としどころ』を探る動きが続くなど状況がクリアになる見通しは薄く、欧米による経済制裁が長期化することは必至であり、ロシア経済には厳しい環境が続く。ロシア政府は中国をはじめとするアジア新興国のほか、トルコをはじめとする中東などに輸出先や日用品の輸入元を多様化する動きを進めているが、短期的にこれらが欧州経済の替わりを果たす存在になる見通しは低い。さらに、来月に予定される O P E C 総会では原油価格維持に向けた減産実施がなされるとの見方は高まっているが、足下では中国経済を巡る不透明感が世界的な需要鈍化を招くリスクもくすぶっており、減産実施が原油価格の上昇をもたらすとは限らないため、減産がロシア経済の浮揚に繋がるかは不透明である。今年のロシアの経済成長率が世界金融危機の影響が直撃した 2009 年（前年比▲7.8%）以来のマイナス成長に陥る可能性は一段と高まっていると言えよう。

以 上

図 5 国際収支動向の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成