

ロシア 利上げは窮地を脱する手立てになるか

～外部環境が厳しさを増すなか、一層の地盤沈下は避けられない～

発表日：2014年12月12日(金)

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)

- 国際金融市場で原油安圧力が強まるなか、産油国であるロシア経済への悪影響が避けられない。原油安に加え、欧米の経済制裁で資金逃避が活発化しており、民間部門で外貨資金の需給ひっ迫に陥るリスクも懸念される。ルーブル安は輸入物価を通じてインフレ昂進を招き、足下のインフレ率は高止まりしている。一方、国内の富裕層などは通貨への信認を失いつつあり、これもルーブル安圧力に繋がっている。
- 12日、ロシア中銀は今年5回目となる利上げに踏み切った。同行は通貨防衛による物価安定を目的に挙げており、それに伴う景気減速よりも物価安定を重視する姿勢がうかがえる。なお、先行きの景気は当面ゼロ成長に留まるが、来年からの変動相場移行などが奏功し、2017年に回復軌道に乗るとみている。しかし、経済構造を巡る不透明感を勘案すればそうした回復軌道に乗る可能性は高くないと予想される。
- 民間部門での外貨資金のひっ迫が懸念される一方、同国の外貨準備は平時においては潤沢な水準にある。世界金融危機後同様、政府が外貨資金供給支援に動く余地はあるが、その代わりに経済面で不透明感が増す事態となれば経済の地盤沈下は避けられない。さらに、足下の世界的なマネーの膨張を勘案すれば必ずしも外貨準備が充分とは考えられない側面もあり、同国は金融市場に追い込まれていると言えよう。

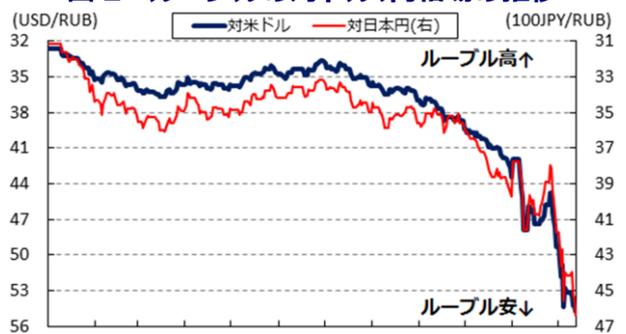
- 国際金融市場では原油安が止まらない状況が続いており、世界有数の産油国であるロシア経済への悪影響が懸念されている。米国における『シェール革命』の影響で世界的な産油量は増加傾向を強めるなか、先月にはOPEC（石油輸出国機構）総会においてOPEC加盟国の足並みが揃わず減産見送りが決定されて供給過多が意識される一方、近年の原油需要をけん引してきた新興国の景気減速で世界的な需要鈍化が懸念されるなど、需給両面から原油安圧力が掛かりやすい環境となっている。さらに、米国の堅調な景気回復を背景に金融市場では米国FRB（連邦準備制度理事会）による利上げのタイミングに注目が集まっており、これに伴う『ドル高』圧力の高まりはドル建て決済される原油をはじめとする商品市況のデフレを招きやすくなっていることも影響していると考えられる。足下の原油市況は約5年以上ぶりの安値水準にまで低下しており、もしこの水準で1年間推移したと仮定した場合、ロシア経済にとってはGDP比で▲5%程度の下押し圧力が掛かると試算できることから、ロシア経済に与える影響は極めて大きいものになることは避けられない。さらに、ロシアを巡

図1 世界的な原油市況の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 ルーブルの対ドル、円相場の推移



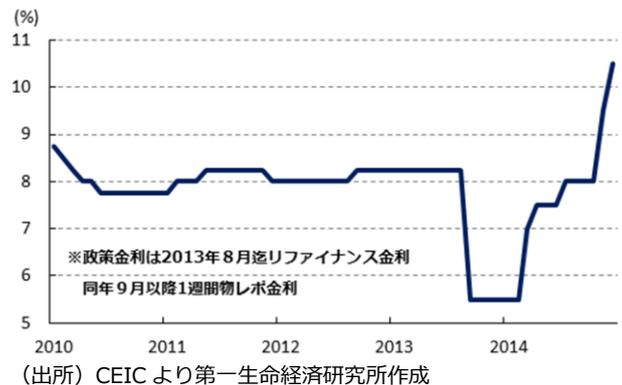
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

っては『ウクライナ問題』をきっかけに欧米諸国からの経済制裁が課されるなか、海外投資家を中心に同国からの資本逃避の動きが強まっている上、同国のオリガルヒ（新興財閥）などは欧州系金融機関などからの融資に依存してきたが、経済制裁による資金移動が難しくなるなかでドルやユーロなどの外貨資金の需給ひっ迫が懸念されている。こうした要因が重なることで外国人投資家からの資金流出圧力は一段と強まり、通貨ルーブル相場は下落基調を強めた結果、中銀は先月 10 日にルーブル相場をバスケット制から変動相場制に移行する方針を発表するなど、金融市場から追い込まれる状況に陥っている。というのも、ロシア経済は輸出の約 9 割を原油や天然ガスをはじめとする鉱物資源が占める一方、一般消費財の多くを欧州などからの輸入に依存しており、ルーブル安は輸入物価を通じてインフレ圧力を生むことに加え、欧米からの経済制裁により輸入が滞ることで需給がひっ迫していることも物価動向に影響を与えている。足下のインフレ率は前年同月比+9.4%と3年半ぶりの高水準に達している上、物価動向に影響を与えやすい食料品やエネルギーなど生活必需品を除いたコアインフレ率も同+8.9%とインフレ率同様に高い伸びをみせており、ともに中銀が定める中期的なインフレ目標（4%）を大きく上回る。さらに、インフレ率の高止まりは近年の経済成長のけん引役となってきた個人消費など内需に悪影響を及ぼすことが懸念されている。その一方、足下ではインフレ率が高止まりしているにも拘らず個人消費が底入れする奇妙な動きがみられ、富裕層などを中心に通貨への信認が低下しており、消費を活発化させていることが反映されている可能性があるほか、海外への資本逃避の動きを強める動きもみられ、海外要因のみならず国内要因でもルーブル安に歯止めが掛かりにくくなっている。

- こうした事態を受けて、中銀は 12 日に開催した定例の金融政策委員会において政策金利である 1 週間物レポ金利を 100bp 引き上げて 10.50%とする決定を行った。同行は国際金融市場で動揺が広がったことを受けて今年 3 月と 4 月に立て続けに利上げを決定し、その後も 7 月と 11 月に断続的に利上げを行っていることから、年明け以降だけで今回 5 回目の利上げとなる。利上げ決定の理由として同行は「通貨ルーブル安圧力の緩和を通じてインフレ率及びインフレ期待の抑制を目指す」との考えを示しており、一義的には通貨防衛の側面が強いと考えることができる。その一方、足下では海外資金の流出なども影響して国内のマネーサプライの伸びは減速基調が強まっているが、

「さらなる金融引き締めを通じて金融市場からの資金吸収を図ることでインフレ圧力を抑えたい」との考えを示しており、景気減速よりも物価抑制をより重視している様子がうかがえる。なお、今年の経済成長率については前年比+0.6%と辛うじてプラス成長を維持するとの見通しを示しているが、足下の原油安に加え、経済制裁によって国際金融市場とのアクセスが制限されていることが経済の足かせになることから、2015 年及び 2016 年の経済成長率はほぼゼロになるとした。その上で、来年から始まる変動相場制の効果も重なり、輸入代替産業など産業構造の転換が進むとしており、2017 年に経済は回復軌道に乗るとする長期的な見通しを示している。ここ数年、ロシアは WTO（世界貿易機構）への加盟などを通じて『資源依存』からの脱却を図る姿勢をみせてきたが、ウクライナ問題を経て欧米をはじめとする海外から同国を窺う目は大きく変質していると考えられる。こうしたなか、同国は中国やトルコなどこれまで経済的な関係が比較的薄かった国々と関係強化に動く姿勢をみせているが、こうした国々からの投資などの動きが短期的に欧米などの投資抑制の影響をカバーし得る状況にはなく、中銀が想定するシナ

図 3 政策金利の推移



リオ通りに景気回復への道のりを歩めるかは極めて不透明である。足下の原油安だけで同国経済に与える悪影響が甚大であることを勘案すれば、来年以降もゼロ成長程度で収まる可能性は低いと見込まれ、同国経済の地盤沈下は避けられないであろう。

- 海外資金の流出圧力が収まらないなか、国際金融市場においては同国内における外貨調達が厳しくなることで、民間部門を中心に外貨不足に陥る可能性が懸念されている。

事実、同国の銀行部門は体力の脆弱さから与信能力が極めて低く、民間部門などは欧州系を中心とする海外の金融機関に資金調達を依存する傾向が強いことから、欧米による経済制裁の影響で海外の金融機関による活動が停滞を余儀なくされるなか、外貨建借入の返済や資金繰りへの悪影響は避けられなくなっている。その一方、同国の対外準備資産残高は先月末時点で 4189 億ドルを維持している上、そのうち流動性が高い外貨準備高に限っても 3614 億ドルと今年

の月平均輸入額の 15.3 ヶ月分であることを勘案すると、直ちに外貨準備が枯渇する状況に陥るとは考えにくい。しかし、来年の変動相場制への完全移行前の段階においては、中銀は為替安定に向けた介入を行っている模様であり、週ごとに発表される対外資産残高が減少基調を強めていることはその証左と言える。世界金融危機直後に同国の民間部門で外貨資金調達が厳しくなった際には、政府が外貨準備を取り崩す形で外貨資金の供給を行う一方、民間企業の経営に政府が関与する動きを強めるなど政府による統制が色濃くなる傾向がみられた。今度の事態においてもそうした形で民間部門における外貨資金のひっ迫に対応することは可能と考えられるものの、同国経済に対する不透明感はいままで以上に増すことは避けられない。足下における世界的なマネーの規模は先進諸国による金融緩和の影響でこれまでにない規模に膨れ上がっており、特に、為替市場をはじめとする短期市場での取引の拡大ペースは急激なものとなっている。こうした状況を勘案すれば、同国の外貨準備高は通常想定し得るなかでは充分と考えることが出来るものの、一方向の取引が集中する異常事態に陥った場合には安穏としていられない可能性もある。そういう意味でも同国経済は金融市場によって完全に追い込まれていると考えることが出来よう。

以上

図 4 対外準備資産残高の推移

