

原油市況底入れでロシアは「最悪期」を過ぎたのか

～实体经济の底入れに未だ時間を要する状況は変わらず～

発表日：2015年5月13日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 年明け以降の原油相場の底入れに加え、ECBの量的金融緩和などの外部環境の変化も重なり、昨年後半にかけて急落したルーブル相場は落ち着きを取り戻している。ルーブル安阻止のため昨年末に大幅利上げを実施した中銀は年明け以降立て続けに利下げを行うなど姿勢を一転させている。足下ではインフレ率にもピークアウトの兆候が出るなどの動きもみられるなど、同国経済は「最悪期」を過ぎつつある模様だ。
- 一方、实体经济面では下押し圧力が掛かりやすい状況が続いており、金融市場の構造を勘案すれば利下げが直ちに資金需給の改善に繋がる可能性も見込みにくい。格付の改善にはウクライナ問題の打開が不可欠だが、依然として予断を許さない状況が予想される。さらに、米国や欧州の金融政策の変更はルーブル相場を再び動揺させるリスクもあるなど、实体经济の回復には未だ時間を要する展開が続くであろう。

《原油市況の底入れや外部環境の改善などでルーブル相場は安定も、实体经济の回復にはまだまだ時間を要しよう》

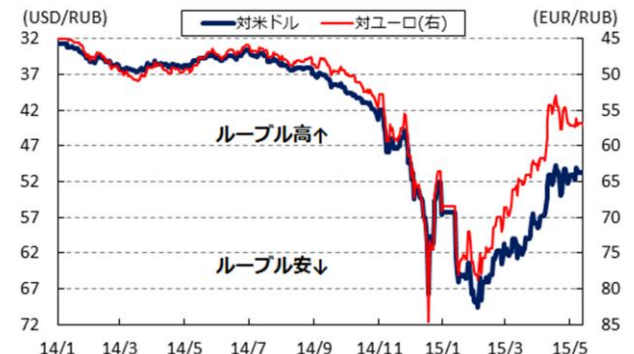
- 輸出の4分の3近くを原油及び天然ガスに依存するロシア経済を巡っては、昨年後半以降の原油相場の急速な調整に加え、いわゆる「ウクライナ問題」を背景とする欧米諸国などによる経済制裁の影響も重なり、経済に強烈な下押し圧力が掛かるとの見方が強まってきた。しかし、年明け以降の原油相場には底入れの動きが出ていることに加え、足下では先進国のみならず新興国においても金融緩和に踏み出す動きがみられ、世界的な「カネ余り」が一段と顕著になるなか、国際金融市場ではマネーの動きに再び変化が生まれている。特に、昨年後半以降は上述の要因に伴う景気の急激な悪化懸念に加え、経済制裁による同国内における外貨資金不足が警戒され、海外資金を中心に流出の動きが広がり、そうした動きがさらなる資金流出を誘発して通貨ルーブルの大幅安を招くことに繋がった。しかし、足下では原油相場が底入れしていることを受けて、金融市場においては同国経済への下押し圧力が軽減されることで、結果的に「同国経済は最悪期を過ぎつつある」との見方が出ているほか、ECB（欧州中央銀行）が量的金融緩和に踏み切ったことでユーロ安圧力が高まったことも重なり、ルーブル相場は落ち着きを取り戻している。同国経済を巡っては、輸出の約9割以上を鉱物資源が占めている一方、一般消費財をはじめとする幅広い財・サービスを海外からの輸入に依存しているほか、同国の銀行セクターは与信能力が高くないために多くの民間企業は欧州系など金融機関に資金調達を依存しており、ルーブル安は輸入物価の上昇を通じてインフレ昂進を招くほか、

図1 原油相場(WTI)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、ユーロ相場の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

企業の資金調達環境の悪化を通じて経済活動全般に悪影響を及ぼす。こうしたことから、中銀はルール安阻止に向けて昨年末に大幅な利上げに踏み切ったほか、政府は国営企業に対する実質的な資本規制を通じて同国発の資金流出を抑える姿勢を強めるなど様々な手を尽くしてきた。しかしながら、年明け以降は一連の対策効果が奏功していることに加え、足下では上述のように外部環境の変化に伴ってルール相場が落ち着きを取り戻していることを受け、その手綱を緩める方向に動いている。今年1月末に中銀は利下げにより景気に配慮する姿勢に転じており、今年3月、そして先月末と立て続けに利下げを実施し、3回で累計450bpもの利下げを行うなど、政策の方向性は大きく転換している。事実、4月のインフレ率は前年同月比+16.46%と前月（同+16.93%）から減速しており、食料品やエネルギーなど物価が変動しやすい生活必需品を除いたコアインフレ率も同+17.46%と前月（同+17.54%）から減速するなど、インフレ率がピークアウトする兆候はうかがえる。さらに、足下のルール相場の安定で輸入物価が落ち着きを取り戻すと見込まれるなか、今年と同国の経済成長率は大幅マイナスが避けられないなど景気悪化もインフレ圧力の後退に繋がると予想され、同行は「向こう1年でインフレ率は8%未満に下落し、再来年には4%に低下する」との見方を示している。こうしたことから、インフレ率の一段の低下が確認されれば、中銀は今後も断続的に利下げを通じて景気の下支えに注力する可能性は高まっており、こうした観点からは同国経済は「最悪期を過ぎつつある」と判断することが出来よう。

- その一方で、足下の景気については依然として底が見えない状況が続いている点に留意する必要がある。政府統計を元に試算したベースでは1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲2.0%と2四半期連続でマイナス成長となり、前期（同▲0.1%）からマイナス幅が大幅に拡大するなど急速に下押し圧力が掛かっている様子が見えてくる。年明け以降原油市況は底入れしている一方、同国の主力の輸出財である鉱物資源関連では中国経済の減速を理由に市況が低迷しており、結果的に鉱業部門を中心に生産が前年を下回る伸びで推移しているほか、これに伴って雇用環境にも調整圧力が掛かるなどの悪循環が生じている。さらに、ウクライナ問題をきっかけとする欧米諸国の経済制裁に伴う欧州からの輸入停止は、同国内において食料品をはじめとする様々な消費財の価格急騰を招くのみならず、品不足に繋がるなど市民生活に深刻な打撃を与えている。また、昨年末にかけては通貨ルールの下落を嫌気した市民がとりあえず輸入車をはじめとする耐久消費財を購入することで防衛する動きが広がった結果、個人消費が急速に活発化する動きがみられたものの、足下ではその反動も重なったことで伸びは大きく落ち込んでいることを勘案すれば、利下げなどの対応によって個人消費の急速な回復が見込める状況にはない。また、企業活動においては上述のように銀行部門の与信能力が低い上、足下では主要格付機関3社のうち2社が同国のソブリン格付を「投資不適格（投機的）」としているなかでその資金調達が難しくなっていること、景気減速によって銀行自体のバランスシートが悪化してい

図3 インフレ率の推移

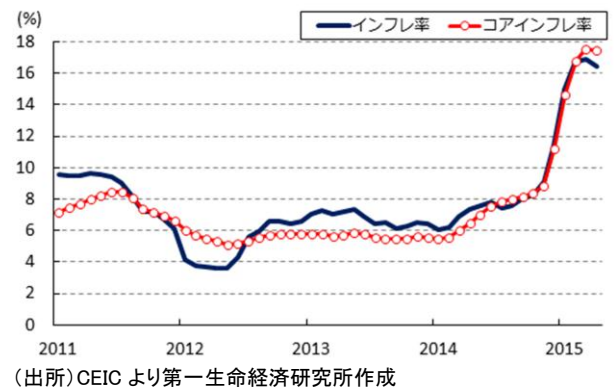
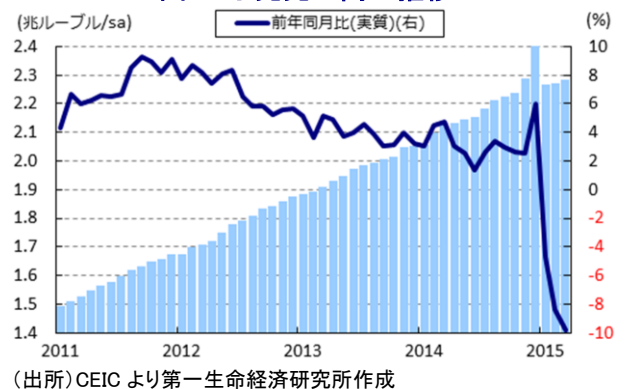


図4 小売売上高の推移



る状況を勘案すれば、中銀による金融緩和が直ちに銀行与信の拡大に繋がるかは不透明である。主要格付機関はこのところの同国に対する格下げ実施要因の一つに「欧米諸国からの経済制裁」を挙げるなか、昨日には米露間でウクライナ問題に関する協議が行われた結果、今年2月に成立した和平合意の完全履行を前提に経済制裁が緩和される可能性が示されたものの、事態の行方は両者の思惑のみならず、ウクライナ国内における現政権側の義勇軍と親ロシア派の動きが決定打となることを勘案すれば、依然として不透明感は拭えない。その意味では、長期に亘るこう着状態の打開に向けた一歩となる可能性はあるものの、予断を許さない展開にあることは変わらないと考えられ、これを以って格付機関の判断が変わる可能性はゼロと言える。そうした点では、ウクライナ問題を巡る状況に変化の動きが明確に現われ、結果として同国の格付に対する判断などに影響を及ぼすような事態にならない限り、企業活動を巡る資金需給の動向、ひいては雇用環境などへの改善の動きには繋がりにくいと考えられる。さらに、足下では米国FRB（連邦準備制度理事会）による利上げ実施時期の後ろ倒し及びそのペースの鈍化が意識されたことによる米ドル高の巻き戻しのほか、ECBによる量的金融緩和もルーブル相場の安定に一役買っている面がある一方、今後FRBによる利上げ実施が意識される事態や、ECBが予想外に早く量的金融緩和の縮小に動くなどの事態に直面すれば、景気低迷の長期化が予想される同国では再び資金流出が意識され、ルーブル相場が再び下落圧力に直面するリスクはくすぶるものと考えられる。年明け以降は中央政府の財政悪化がかつてないペースで進んでいることから、政府はソブリン・ウェルス・ファンドである「準備基金」を取り崩して財政補填していることも考えられ、国際金融市場の動揺に対するバッファが削がれていることも懸念される。その意味では、金融面ではロシアを巡る「最悪期」は一服したと判断出来るものの、本当の正念場はこれからと言えよう。

以上