

ロシア、金融市場の安定を受けて実体経済にも底打ち感

～底入れから底離れを促すけん引力は未だ見当たらず～

発表日：2015年7月1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)

- 「ウクライナ問題」による欧米の経済制裁や原油安を背景に海外資金が流出し、実体経済の悪化が懸念されたロシアだが足下では「最悪期」を過ぎつつある。金融市場の安定で資金回帰の動きが出てルーブル相場などは安定し、インフレ率もピークアウトしている。中銀も年明け以降は金融緩和に転じ、低迷が続いた個人消費にも底打ち感が出ている。ただし、中銀は先月の定例会合で利下げを実施するも、過去に比べて「ハト派」色を抑える姿勢をみせており、先行きは利下げペースが鈍化する可能性は高いであろう。
- 実体経済は底打ちしたが、経済制裁の長期化は避けられないなど先行きの明るい材料は乏しい。直接投資の先細りで製造業を中心に生産は低迷しており、雇用悪化にも歯止めは掛かっていない。制裁継続で物価自体の高止まりが続けば、実質購買力の低下は内需を下押しし続けることも懸念され、景気の底離れを促す材料に乏しい。また、年内にも予定される米利上げによる国際金融市場の動揺も懸念されるほか、短期的に外貨準備が枯渇するリスクは低いですが、中長期的なリスクは残る点にも引き続き注意が必要である。

《インフレのピークアウト、年明け以降の金融緩和で実体経済に底打ち感も、景気の底離れを促す材料には乏しい》

- いわゆる「ウクライナ問題」をきっかけにした欧米諸国による経済制裁に加え、昨年後半以降の原油相場の調整に伴う交易条件の急激な悪化を背景に海外資金の流出圧力が高まり、実体経済への悪影響が懸念されたロシア経済だが、足下では「最悪期」を脱しつつある。その一因としては、年明け以降の原油相場に底入れの動きが強まったことで、交易条件の悪化に歯止めが掛かっていることがある。さらに、昨年末に米国は量的金融緩和政策を終了したものの、主要先進国は量的金融緩和政策を進めるなど世界的な「カネ余り」が続いており、世界的な投資マネーの動きが依然活発化していることもある。結果、昨年末から年明け直後にかけてロシアでは海外資金の流出圧力が強まる動きがみられたものの、その後は経済制裁が継続されているにも拘らず海外資金に回帰の動きが広がっており、通貨ルーブル相場は安定を取り戻しているほか、主要株価指数(RTS)なども上昇基調を強めている。このようにロシアの金融市場では逸早く混乱を脱する動きが確認されている。昨年後半以降のルーブル安や経済制裁による輸入物価の上昇を背景にインフレ率は大きく加速したほか、海外資金の流出などをきっかけとする信用収縮により実体経済に深刻な悪影響を与える事態となったものの、足下ではインフレ率がピークアウトしつつあるなど、状況は大きく変わりつつある。中銀は昨年末にかけて立て続けに大幅利上げを実施することで資金流出の抑制や通貨防衛に追い込まれる事態となったものの、年明け以降は利下げにより景気に配慮する姿勢に転じており、先月15日の定例会合でも4回連続で累計550bpの利下げを実施するなど、金融市場の落ち着きを受けて姿勢を大きく転換させている。同国の個人消費を巡っては、昨年末の通貨ルーブル相場の急落による資産の目減りを懸念した多くの人が外国車をはじめ

図1 ルーブル相場(対ドル、ユーロ)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

めとする耐久消費財を購入したことで予想外に拡大した一方、年明け以降はその反動も重なり大きく落ち込む状況が続いてきた。しかし、インフレ率のピークアウトに加え、中銀の金融緩和による景気下支えなども重なり、足下では底打ちの動きが確認されつつあるなど、個人消費を巡る環境にも改善の動きが出ている。昨年末にかけては一部に先行きにおける「危機的状況」を懸念する声もささやかれたロシアだが、金融市場の落ち着きなどを背景に「最悪期」を過ぎたと判断出来よう。政府内ではさらなる大幅な利下げを求める声が出ているものの、中銀は先月の定例会合後の記者会見で「結果を急げば反って状況を不安定に

させ、経済の不均衡を増幅、蓄積させる」として金融緩和に対する過度な圧力を警戒する姿勢をみせた。また、先行きの金融政策の方向性についても「利下げ継続を準備し続けるが、追加緩和余地は限られよう」との見方を示しており、これまでに比べて「ハト派」色は落ち着いている。年内は引き続き利下げ基調が続くと予想されるが、中銀は今年通年の経済成長率について前年比▲3.2%と依然厳しい状況が続くとの見通しを示すとともに「経済指標次第で今後の金融政策は決まる」との考えをみせており、そのペースは鈍化しよう。

- 上述のように金融市場が落ち着きを取り戻していることでインフレ率はピークアウトし、金融緩和による景気下支えも重なり実体経済面でも底入れの動きが出ているロシアだが、先行きをみる上では明るい材料ばかりとは言えない。「ウクライナ問題」を巡っては事態が一段と悪化する可能性は後退しているものの、欧米による経済制裁は依然として緩められる兆しはみられずこう着状態が続いており、向こう1年程度のうちに状況が改善する可能性は極めて低いと見込まれる。結果、インフレ率は徐々に落ち着くと予想されるものの、物価自体は高止まりすることで家計部門を中心に実質購買力への下押し圧力は掛かりやすい展開が続くため、個人消費の回復が緩慢なものに留まる可能性は高いと予想される。さらに、欧米諸国による経済制裁の影響で直接投資を中心に海外資金の流入が急速に先細りしており、製造業を中心に生産設備の老朽化などが深刻な状況にあるなか、足下の生産は国内景気の鈍化も相俟って大きく落ち込んでおり、雇用環境にも急速に悪影響が出ている。年明け以降の原油相場の底入れなどに伴い鉱業部門を中心に生産には底入れの動きが

出しており、交易条件の改善は景気底打ちを促すと期待される。しかし、先行きも海外からの直接投資の流入は見込みにくい状況は変わっておらず、製造業を取り巻く環境に大きな変化が期待しにくいことを勘案すれば、雇用面における波及効果が最も大きい製造業の低迷が雇用環境改善の足かせとなることは避けられない。また、輸出の4分の3を占める原油及び天然ガスについても、市況こそ底入れしているものの、中国経済が以前の力強さを欠いていることなどから需給の引き締まりが意識されにくく、先行きについては相場の一段の上昇が見込みにくいことから、早晚交易条件の改善についても頭打ちを迎える可能性は小さくないと考えられる。そうなれば、足下ではようやく実体経済に底打ちの動きが出ているものの、底離れを促すけん引力になる材料はみづかりにくく、力強さに乏しい展開が続く可能性は高いと予想される。さらに、足下では金融市場の安定が海

図2 小売売上高の推移

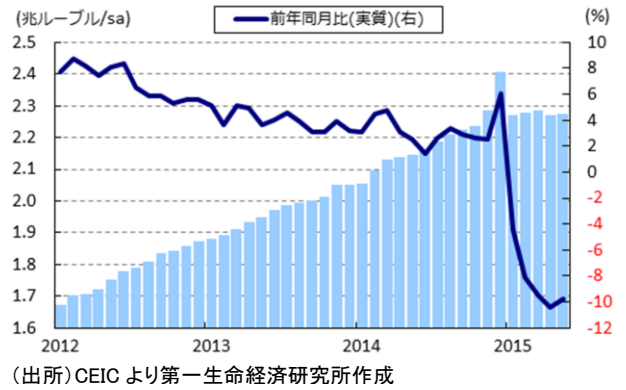
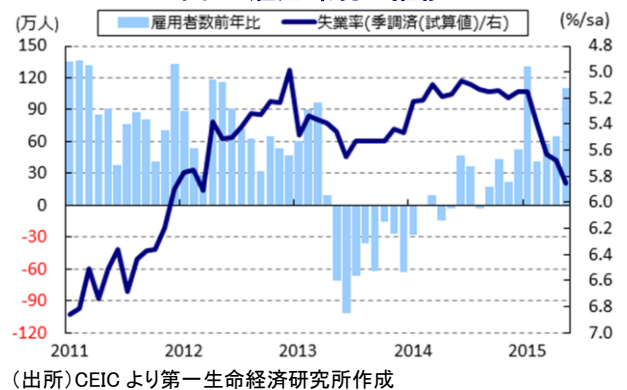
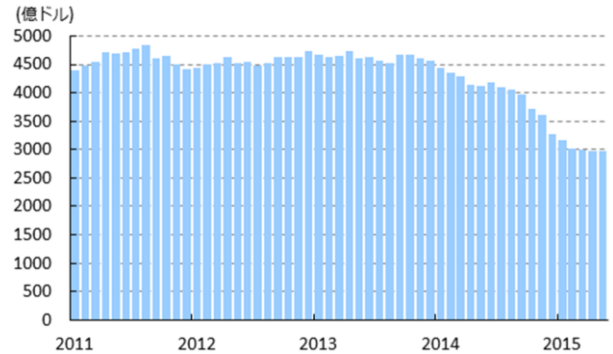


図3 雇用環境の推移



外資金の回帰を促しており、実体経済の底打ちを下支えする一助になっているものの、先行きの金融市場を巡っては不透明要因が少なくない。目先は「ギリシャ問題」によるEU経済への影響や国際金融市場における動揺をこなす必要があるものの、年内にも予定される米国の利上げ実施は過去に世界的なマネーの動きに大きな影響を与えており、昨年末に世界的なマネーの余波を受けたロシアも無視出来ない。さらに、昨年後半以降に通貨を防衛すべく大量の為替介入を行った結果、外貨準備高は大きく減少する事態に見舞われたが、年明け以降は通貨ルーブルの変動相場制への移行や海外資金の回帰などを受け、足下では減少に歯止めが掛かっている。ただし、同国の外貨準備の一部はソブリン・ウェルス・ファンドなどに充当されて

図4 外貨準備高の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

いることから、外貨準備として純粋に活用可能なものは公式統計の3分の2程度に留まると見込まれる。なお、同国の対外債務のうち多くは民間企業による親子企業間ローンが占めているとされ、比較的容易に返済条件の変更などが行われることを勘案すれば、向こう1～2年のうちに対外債務の返済が滞るリスクは小さいと考えられる。他方、欧米諸国による経済制裁の長期化によって外貨資金調達に困難な状況が長引いた場合、将来的には対外債務の返済に支障が出る可能性は懸念される。折しも、景気低迷の長期化や欧米諸国による経済制裁によって多くの金融機関は政府に対して財政支援を求める動きが強まっており、その財源には上述のソブリン・ウェルス・ファンドが活用されることから、これらの流動性は急速に低下していく可能性も予想される。「最悪期」を過ぎつつあるロシア経済だが、引き続き難しい政策運営を迫られる状況は変わっていないと言えよう。

以上