

ロシア、原油相場の低迷長期化が新たなリスクに

～経済運営のみならず内政運営の舵取りをも難しくさせる懸念～

発表日：2015年12月14日(月)

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)

- 中東シリア情勢が混沌とするなかでロシアはIS掃討作戦に加わる一方、先月末にはトルコ軍がロシア空軍機を撃墜したことで両国関係の緊張が高まっている。ロシアはトルコに対して経済制裁を課したが、この対応はロシア側にも物価高などを通じて悪影響を与える可能性がある。足下ではインフレと景気低迷が共存するスタグフレーションに陥っているが、しばらくはこの状況から抜け出すことは難しいと言える。
- 11日に中銀は定例会合を開催して政策金利を据え置く決定を行った。同行は昨年末の金融市場の混乱を経て大きく金融引き締めを舵を切り、年明け以降は一転利下げを志向する姿勢をみせたが、金融市場を巡る不透明感や原油安などがルーブル相場の重石となり金融緩和に動けない状況にある。財政悪化で外貨準備の取り崩しも進むなど対外バランスも急速に悪化するなか、景気低迷の長期化によって社会不安が増大するリスクもあり、政府にとっては経済運営のみならず内政運営の舵取りも困難になることが予想される。

《原油相場の低迷長期化は経済運営のみならず、内政運営の舵取りを一段と困難なものにする可能性が予想される》

- 中東シリア情勢を巡っては不透明な展開が続いているが、その原因であるIS（通称イスラム国）に対しては、反政府側を支援する欧米をはじめとする「有志連合」に加え、アサド政権を支持するロシアも攻撃に加わるなど事態は一段と混沌の様相を呈している。こうしたなか、先月末にNATO（北大西洋条約機構）加盟国で有志連合に参加しているトルコ軍が、ISに対する空爆を実施したロシア軍機に対して領空侵犯を理由に撃墜したことで、両国関係に緊張感が広がっている。両国は直接的に事を構える事態には至っていないものの、ロシア政府はトルコに対して農産物の輸入禁止をはじめとする経済制裁を課すなど経済的圧力を掛けているほか、トルコがISから原油を密輸しているなどの情報戦を仕掛けるなど、あの手この手でトルコに対する攻勢を掛けている。こうした背景には、いわゆる「ウクライナ問題」をきっかけとする欧米諸国からの経済制裁に加え、足下の原油相場の低迷も相俟って国内経済が困窮している上に事態打開の道筋もみえないなか、国民から政権に対して高まりつつある反感を国外に向けさせる狙いが透けてみえる。他方、シリアでの空爆にロシアが参加することにより欧州各国と共同歩調を採る姿勢を示すことで、同国に課せられている経済制裁緩和への道筋を探るとともに、トルコが参加するNATO全体に対して対立する気はないとの考えを示す思惑もうかがえる。こうした背景には、足下のロシア経済が極めて厳しい状況に立たされていることが影響していると思われる一方、欧米諸国による経済制裁が発動されて以降、ロシアは欧州に替わる貿易相手の多様化を進めており、トルコはその筆頭と呼べる存在となっただけに、一連の経済制裁は「ブーメラン」となってロシア経済にも打撃を与える可能性がある。というのも、ロシアは国内で消費される生鮮品を中心とする食料品や日用品を輸入に依存している上、輸入全体の4割弱をEUが占めるなどEU諸国と相互依存関係を

図1 インフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

有しているが、欧米の経済制裁によってこれらの輸入が難しくなるなか、中国やトルコなどに輸入元を分散化させる動きをみせてきた。ただし、中国やトルコなどだけではEUからの輸入減を十分に賄うことは出来ず、昨年末以降のインフレ率は国際金融市場の混乱に伴う通貨ルーブル安による輸入物価上昇の影響も相俟って大きく上振れする状況が続き、これによる実質購買力の低下は消費意欲の低下などを通じて景気の足を引っ張っている。11月のインフレ率は前年同月比+14.98%となっており、コアインフレ率も同+15.90%とともに中銀の定めるインフレ目標（4%）を大きく上回る水準で推移しているものの、一時に比べてピークアウトしつつあるなど徐々に落ち着きを取り戻す動きをみせてきた。しかしながら、トルコに対する経済制裁によりロシア国内では生鮮品を中心とする食料品の需給ひっ迫が懸念されることから、インフレ率が引き続き高止まりすることは避けられなくなっている上、ここ数年ロシア国内においてはトルコ企業による活動が活発化してきたことを勘案すれば、こうした動きに悪影響が出る事態も予想される。7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲

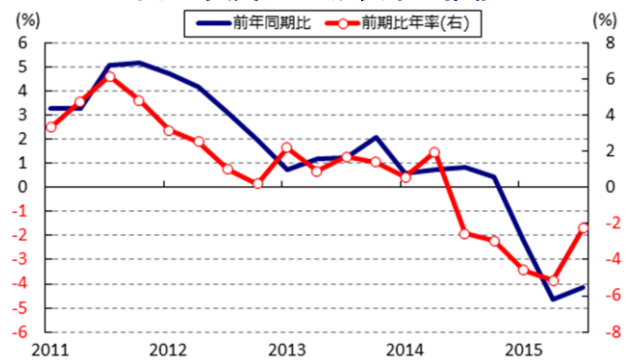
2.3%とマイナス幅こそ前期（同▲5.1%）から縮小したものの、5四半期連続でマイナス成長となるなどリセッションを抜け出せない展開に陥っているなか、先行きもしばらくインフレ率の高止まりが続くと見込まれることで景気底入れの機会を見出しにくい展開が予想される。足下の景気動向からは、低迷が続いてきた農林漁業関連の生産に底入れの動きが出ているほか、鉱業部門の生産にも底打ち感が

出しており、これらが一段の景気悪化を食い止める動きに繋がる一方、国内需要の低迷を反映して製造業の生産は減少基調を強めているほか、建設業や不動産関連の生産は低迷が続いている。欧米による経済制裁に加え、原油市況の調整が長引いていることも重なり対内直接投資は昨年来大きく落ち込む展開が続いており、今年前半の流入額は前年の5分の1をも下回る水準となっている。こうした展開が早々に大きく変化する事態は見出しにくく、ロシア経済はなかなかスタグフレーションから抜け出すことが難しい状況に陥っていると云えよう。

- こうしたなか、11日に中銀は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利を3会合連続で11.00%に据え置く決定を行っている。同行は昨年末の国際金融市場の動揺とそれに伴う通貨ルーブルの暴落に際し、通貨防衛の観点から政策金利を大幅に引き上げる対応をみせる一方、年明け以降は市場が落ち着きを取り戻したことから、5会合連続で利下げを実施するなど、外部環境の動向に応じて機動的な対応をみせてきた。しかしながら、足下では今週にも米国が利上げ実施に踏み切る見通しが強まったことで世界的なマネーの動きに動揺が走る可能性が取り沙汰されるなか、上述のトルコに対する一連の経済制裁によって同国経済自体にも悪影響が出るとの見方が強まっており、通貨ルーブル相場は再び最安値圏をうかがう展開をみせている。

さらに、今月初めのOPEC（石油輸出国機構）の総会においては加盟国の減産どころか、具体的な生産目標も提示出来ないなど機能不全に陥っていることが明らかとなり、原油相場に調整圧力が掛かっていることもルーブル相場の重石になっている。足下のインフレ率は高止まりしている上、ルーブル相場の調整は輸入物価を

図2 実質GDP成長率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 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

通じてインフレ圧力の増幅を招く懸念があるなか、トルコに対する一連の経済制裁も食料品を中心に直接的な物価上昇に繋がる可能性が高まっており、中銀にとっては動くに動けない状況に陥っていると考えられる。中銀は会合後に発表した声明文で足下のインフレ率について「予想に比べて低下のペースが緩やかだった」との認識を示すとともに、景気については「依然景気が冷え込むリスクはあるが、来年の経済成長率は▲1.0～▲0.5%とマイナス幅が縮小し、2017年には+0.0～+1.0%とプラス成長に転じる」との見方を示している。また、リスク要因として「原油安と主要国における金融政策正常化の動き、そして、中国の景気減速」を挙げており、中でも原油相場はメインシナリオとして「向こう3年間は1バレル=50ドル近傍で推移する」とする一方、「リスクシナリオとして40ドルを割り込む事態も想定しており、足下ではその兆候は拡大しつつある」との認識を示した。来年にはイラン産原油の供給拡大が予想されるなど、しばらくは世界的な原油の需給は緩みっぱなしの展開が続く可能性もあり、先週にはロシア政府高官が「原油相場は向こう7年程度1バレル=40～60ドルの水準で推移する」との認識を示すなど、政府及び中銀が共に相当期間に亘って相場が調整する可能性を認識している様子が見え始める。ただし、同国財政を巡っては歳入を原油及び天然ガス収入に大きく依存しており、足下では原油相場の調整を理由にその割合は低下を余儀なくされているが、連邦政府（中央政府）に限れば歳入の2分の1、地方政府を併せても4分の1を占めるなどその割合は極めて高い。原油相場の調整に伴う財政欠陥の発生に対しては、ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）である「準備基金」を取り崩すことで賄われているが、同基金の資産は年明け以降半分に近く減少していることから、政府内では来年にも枯渇する可能性も懸念されている。11月末時点における対外準備資産残高は3000億ドルを大きく上回る水準を維持している一方、9月末時点における対外債務残高のうち短期債務は数百億ドル程度に留まっている上、その大半が民間債務であることを勘案すれば、ソブリン債務でデフォルト（債務不履行）に陥るリスクは極めて低い。さらに、年明け以降ルーブル相場が変動相場制に移行されたことで当局

図4 対外準備資産残高の推移



には通貨防衛に向けた為替介入の必要性が無くなったことも外貨準備の枯渇を免れる一因になると見込まれる一方、上述のように財政欠陥の穴埋めに外貨準備の一部が活用されていることから、原油相場の低迷が長期化することは同国の対外バランスの悪化に繋がる。折しもロシア政府はシリアでの対IS掃討に向けた空爆の活発化などに伴い国防費の増大が避けられなくなっており、財政状況は一段の悪化を余儀なくされることで対外バランスは予想外のペースで悪化していく可能性も出ている。他方、インフレの高止まりが続くと見込まれるなかでの歳出拡大は物価抑制に逆行するなか、景気回復も期待しにくい展開が予想されることから、社会不安が増大する事態となることも懸念される。その意味において、ロシアの経済運営は米国の利上げ実施などに伴う外部環境の変化もさることながら、原油相場などに起因する形で内政運営も一段と困難さが増すものと予想される。

以上