

## ロシア、景気低迷脱出への道筋はみえず

～原油安の長期化で経済的に苦境に立つなか、対外強攻策に出るリスクも～

発表日：2016年1月26日(火)

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)

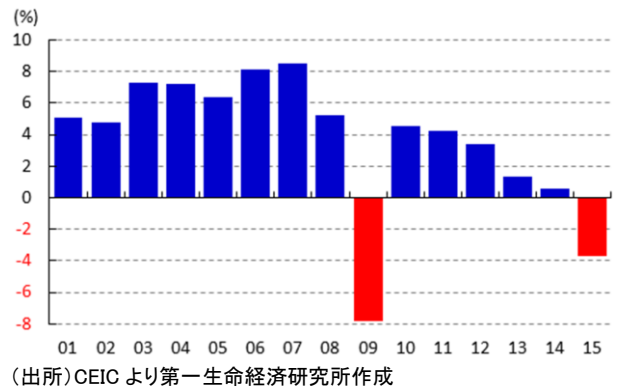
### (要旨)

- 国際金融市場では米利上げによる世界的なマネーへの影響が懸念されるなか、足下では中国の景気減速や原油安に伴うリスクを警戒する不安定な展開が続く。原油安の長期化はロシア経済の足かせとなり、昨年の経済成長率は▲3.7%と6年ぶりのマイナス成長に陥った。ルーブル安などに伴う物価高と景気低迷が共存するスタグフレーションに直面するなど、原油安を契機にロシア経済は苦境に立たされている。
- 先行きも中東を中心に世界的な原油供給には拡大圧力がある一方、中国の景気減速などで需要は勢いに乏しいとみられ、原油相場の上値は重い展開が続く可能性がある。財政を原油関連収入に依存するロシアでは、今年にも準備基金が枯渇するリスクがある。公的債務の小ささを勘案すれば通貨危機に陥るリスクは低いが、民間企業の資金繰り悪化が金融市場の動揺を招く可能性には要注意である。さらに、内政運営の観点からプーチン政権は対外強攻策を採ることも予想され、海外からの同国をみる目は厳しくなる。

### 《原油安の長期化が避けられず、経済的苦境が続くなかで政治的には対外的に強攻姿勢を強めるリスクには要注意》

- 年明け以降の国際金融市場を巡っては、米国の利上げ実施に伴う世界的なマネーに対する影響が懸念されるなか、ここ数年に亘る中国の景気減速に対する警戒感や原油安の長期化による新たなリスクの高まりに対する思惑などが交錯する形で不安定な状況が続いている。こうしたなか、ここ数年の経済成長のけん引役を原油をはじめとする鉱物資源価格の上昇に伴う交易条件の改善と、輸出量の拡大に大きく依存してきたロシア経済にとり、これらの材料はすべて景気の下押し圧力となっている。2015年通年の経済成長率は前年比▲3.7%となり、いわゆる「リーマン・ショック」に始まる世界金融危機の影響が直撃した2009年(同▲7.8%)以来6年ぶりのマイナス成長となった。当研究所が試算した四半期ごとの成長率についても、前期比年率ベースで6四半期連続のマイナスとなっている上、昨年10-12月期はマイナス幅が一段と拡大しており、景気低迷に歯止めが掛からない展開が続いている模様である。一昨年秋以降の原油をはじめとする国際商品市況の調整は、輸出の4分の3を原油及び天然ガスに、その他鉱物資源を併せると9割超を占めるロシア経済にとって交易条件の悪化を通じて国民所得の下押し圧力となっている。さらに、ロシアでは中央政府の財政収入の半分近くを原油及び天然ガス関連収入に依存するなか、原油安の進展によって財政状況は急速に悪化しており、政府にとっては財政出動を通じた景気支援策を打ち出すことも難しい状況に直面している。他方、一昨年のいわゆる「ウクライナ問題」をきっかけにした欧米諸国などによる経済制裁により、欧米からの資金流入が急速に細っていることに加え、貿易取引の縮小は日用品を欧州などからの輸入に依存する同国で物価上昇を招く一因になっている。また、資金流入が細るなかで国内の民間企業などは欧州系を中心とする外資系金融機関に資金調達を依存しているなか、外貨建による債務返済が困難になるとの思惑を反映して外貨を調達す

図1 実質 GDP 成長率(経済成長率)の推移

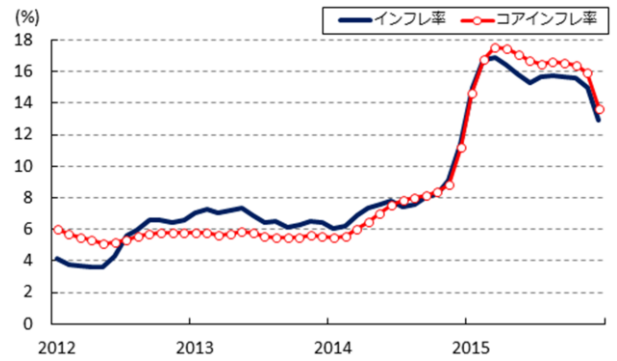


る動きが強まったことで通貨ルーブル相場には下押し圧力が掛かり、結果的に輸入物価のさらなる上昇がインフレ圧力を増幅させる展開が続いている。国民所得に下押し圧力が掛かるなか、物価高により家計部門を中心に実質購買力に一段と下押し圧力が掛かったことで個人消費は急速に低迷しているほか、資源安や国内景気の悪化を反映して企業の設備投資意欲も低下しており、様々な経路を通じて内需にも悪影響を与えている。足下では一昨年後半以降に上昇トレンドを強めた反動に伴い、上昇が続いてきたインフレ

率に一服感が出つつあるが、直近のインフレ率は依然として10%を上回る高水準での推移が続くなど、景気低迷と物価高が共存するスタグフレーションの状態が続いている。先行きについては徐々にインフレ率が低下する見通しは強まっているものの、昨年末以降における原油安の一段の進展を受けてルーブル相場には下押し圧力が掛かっており、この動きを反映する形でインフレ率が高止まりする可能性はくすぶる。足下の原油相場は様々な思惑が交錯する形で一進一退の動きをみせているが、当面のロシア経済の行方については原油相場の行方が鍵を握っている状況は変わらないと言えよう。

- 先行きの国際的な原油市況を巡っては、中東を巡る地政学リスクの高まりが意識される動きがある一方、現時点において実際の需給を取り巻く環境が大きく変化している兆しはうかがえない。今月に入って以降サウジアラビアはイランに対して国交断絶を宣言し、GCC（湾岸協力理事会）諸国もサウジに同調する動きをみせるなど対立の構図が鮮明になりつつある一方、サウジとイランが直接事を構える事態に発展する可能性は依然として低い。したがって、両者の対立が原油供給そのものを急激に抑える要因とはなっていない。さらに、今月に入ってから欧米諸国がイランに対する経済制裁を解除したことを受け、早ければ来月にも国際市場にイラン産原油の供給が始まるとの機運が高まるなか、サウジは対抗措置として現状の原油輸出量を維持する姿勢を示しており、中東産原油の供給圧力は高まりやすい環境にある。他方、OPEC（石油輸出国機構）を巡っては先月開催された総会で機能不全があらためて確認されたことに加え、上述のように主要加盟国間で共同歩調を採る姿勢はみられず、仮に緊急会合が開かれた場合でも事態打開に動く可能性は極めて低い。こうしたなか、ロシアの昨年の石油生産量は日量1072.4万バレルと旧ソ連が崩壊した後では過去最高を記録するなど、供給拡大姿勢を続けていることが確認されている。以前のロシアは通貨ルーブル相場を安定させるべく「通貨バスケット制」を採用していたため、一昨年後半以降の原油安の進展とそれに呼応する形でルーブル安圧力が高まったことを受け、為替安定に向けた介入を行う必要性が生じるなどの対応に苦慮したものの、昨年初めから完全変動相場制に移行したことで、そのくびきから逃れることが可能になっている。さらに、原油安が一段と進展するなかで原油及び天然ガス収入を確保する観点から、ロシア政府は供給量そのものを拡大させる方向に舵を切っていると考えられている。また、非OPEC諸国のなかでは、ここ数年のシェールオイル開発を追い風に米国が昨年末に原油輸出を解禁する動きもみられるなど、世界的な原油供給は様々

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

図3 外貨準備高と対外債務残高の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

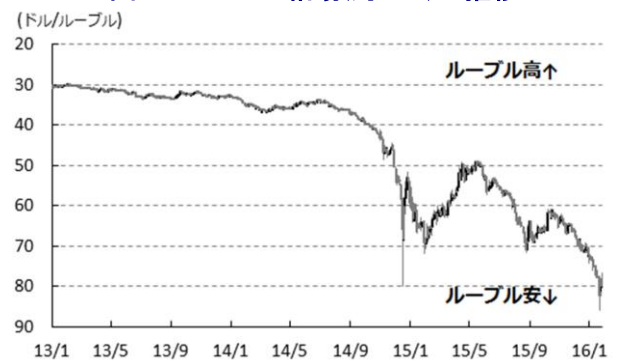
な国・地域から拡大に向けた圧力が強まる一方の展開が続いている。他方、需要についてはここ数年に亘って世界経済のけん引役となってきた中国経済が以前のような勢いを欠く展開となるなか、それに伴って多くの新興国や資源国の景気は足を引っ張られるなど需要が盛り上がりにくい状況に陥っている。結果、しばらくは原油の需給が緩みやすい環境が続くものと見込まれ、それに伴って原油相場についても上値の重たい展開が続く可能性は高まっている。上述のようにロシア政府は歳入の多くを原油及び天然ガス収入に依存するなか、政府はこのところの原油安に伴う財政欠陥を防ぐ観点からソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）である「準備基金」を取り崩すことで財政を賄っているが、昨年の中に半分近くを取り崩しており、今年中にも基金自体が枯渇する可能性も懸念されつつある。ただし、同国の対外準備資産は昨年末時点で 3600 億ドル超もある上、そのうち流動性の高い外貨準備高も 3000 億ドルを維持していること、対外債務に占めるソブリン債の規模は極めて小さいことを勘案すればロシアが通貨危機などに陥るリスクは極めて低い。また、欧米諸国による経済制裁の影響で外資系金融機関をはじめとする機関投資家による取引が大幅に縮小していることは資本収支の悪化を招くリスクも後退させており、昨年からのルーブルが変動相場制に移行したことでルーブル安圧力の高まりに対抗した為替介入の必要性が低下したことも相俟って外貨準備の急減を免れる一因になっている。ただし、経済制裁の影響も重なることで民間企業などを中心に外貨の資金繰りが厳しくなる可能性もあるなか、原油をはじめとする国際商品市況の低迷長期化は業績悪化を通じて資金繰りを一段と厳しくさせる事態も予想される。

世界金融危機直後に同様の事態に直面した際は、政府が外貨資金を供給する代わりに資源関連企業を中心に実質国有化するなど、同国経済が「国家資本主義」色を強めるきっかけとなったことは記憶に新しい。その意味では、ロシア経済に対する海外からの見方が一段と厳しいものになる可能性には注意が必要と言えよう。同国財政を巡っては、昨年で3年間に亘って財政赤字に陥る事態となっているが、折しも同国はシリアにおけるIS掃討作戦を活発化させるなど軍事費の増大が避けられなくなるなか、一方でプーチン

政権に対する支持率維持の観点から大統領選の際の公約であった社会保障の充実をも図る必要があるなど、歳出合理化意欲が働きにくい環境にある。インフレ圧力が依然くすぶるなかでの歳出拡大はインフレ圧力を押し上げる可能性があるなか、原油安の長期化などに伴い景気低迷の脱出のきっかけも掴みにくく、プーチン政権にとっては内政維持の観点から対外的に強攻策に頼らざるを得ない事態も予想される。そうした点でも、ロシアに対する海外からのみる目は一段と厳しくなる可能性があると言えよう。

以上

図4 ルーブル相場(対ドル)の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成