

ロシア経済、当面の「最悪期」は脱したか

～原油相場底入れやユーロ債起債成功はプラス材料だが、不安要素は残る～

発表日：2016年5月25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)

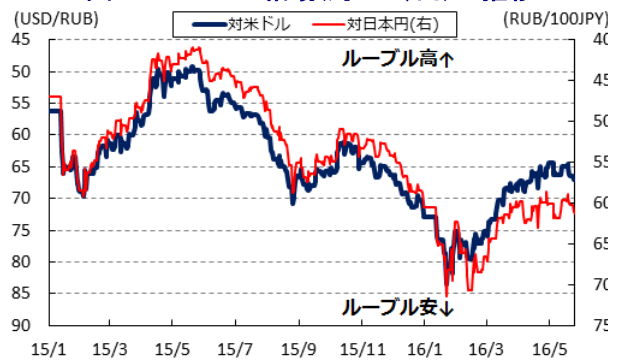
(要旨)

- 原油相場の低迷や欧米の経済制裁で苦境に立たされたロシアだが、このところの原油相場の底入れを受けて当面の「最悪期」を脱しつつある。国内金融市場は落ち着きを取り戻すなか、高止まりしたインフレ率も低下し、原油相場の底入れと歩を併せる形で生産にも底打ちの動きが出ている。ただし、財政面での景気下支えは難しく、景気の底打ちは果たしたものの回復への道のりは途上にあることは変わりがない。
- このところの国際金融市場の落ち着きは、ロシア金融市場にも少なからずプラスに作用しており、一時懸念された「危機的状況」に陥るリスクは後退している。原油相場の底入れで財政悪化のペースは鈍化するとみられるなか、経済制裁後初となるユーロ債の起債に成功した。ただし、経済制裁の影響で大手機関投資家の購入を躊躇う動きは根強く、欧米からの資金流入を期待することは引き続き難しいと言えよう。
- 経済のファンダメンタルズに改善の兆しは出ているが、同国経済の原油相場をはじめ外的要因に左右されやすい体質は根本的に変わっていない。財政・金融政策を通じた景気下支えが難しいなか、景気の底入れは進んだが、底離れを促す材料に乏しい上、外部環境に揺さぶられやすいなど不安要素は残っている。

《原油相場の底入れで落ち着きを取り戻すなど景気の底打ちは果たしたが、外部環境に揺さぶられやすいことは不変》

- 原油相場の低迷長期化に加え、欧米による経済制裁の影響も重なり、長期に亘り経済的に苦境に立たされてきたロシアだが、ここ数ヶ月の原油相場の底入れなどを追い風に「最悪期」を脱しつつある。通貨ルーブルの対ドル為替レートは、年明け直後の国際金融市場の混乱やそれに伴う原油相場の一段の下押しを理由に過去最高値を記録したものの、その後は原油相場の底入れと歩を併せる形で上昇基調を強めており、足下では金融市場が混乱状態に陥る直前の半年前の水準に回復している。株式相場においても、ルーブル建て取引される代表指数であるMICEX指数は足下で世界金融危機前に記録した最高値を間近に狙う水準に回復しており、欧米の経済制裁に伴い外国人投資家の活発な取引は難しい環境であるにも拘らず、市場は活況を呈している様子が見え始める。また、原油をはじめとする国際商品市況の底入れは鉱業部門を中心に生産の底打ちを促しており、足下では月次ベースの産油量が過去最高水準で推移していることと歩を併せるように、鉱業部門の生産は勢いを取り戻しつつある。さらに、低迷が続いてきた製造業の生産についても、水準こそ依然として経済制裁前のピークを大きく下回るなど低調な推移が続いているものの、伸びは前年を上回る水準に転じるなど底入れを示唆する動きをみせている。さらに、欧米の経済制裁のほか、中東情勢を巡るトルコとの関係悪化などを受けて日用品をはじめ様々な財の輸入が難しくなったことも重なり、急速な加速が進んだインフレ率については足下におけるルーブル相場の安定を受けて輸入インフレ圧力が後退したこともあり、落ち着きを取り戻しつつある。年明け直後の国際金融市場の混乱により、同国金融市場にも

図1 ルーブル相場(対ドル、円)の推移



様々な悪影響が出るのが懸念されたものの、経済制裁の長期化を受けて欧米を中心とする機関投資家が活動しにくい環境が続いていることから、反ってその影響が国内に波及しにくくなったことに加え、足下の原油相場の底入れは金融環境の改善を促している。足下では生産の底入れを受けて雇用環境にも改善の兆候が出ているほか、インフレ率の低下に伴い家計部門の実質購買力が押し上げられていることもあり、個人消費に持ち直しの動きが出ている。昨年の経済成長率は前年比▲3.7%と世界金融危機の影響が直撃した2009年(同▲7.8%)以来のマイナス成長となり、原油相場の低迷長期化は引き続き

景気の足かせとなるのが懸念されてきたロシア経済だが、足下では依然として力強さには乏しい展開が続いているものの、予想外に早いタイミングで景気が底入れする可能性も出ている。とはいえ、同国の財政は原油に依存するなか、足下では底入れが進んだものの依然1バレル=50ドル近傍で推移する状況は財政面での負荷を大きくしており、さらなる歳出削減などを通じて財政による景気下支えが難しい状況に直面している。したがって、ロシア経済については当面の「最悪期」を脱しつつあると評することは出来ようが、回復への道りは依然として途上の段階にあることは変わりがないと言えよう。

- 足下の国際金融市場を巡っては、原油相場の底入れや米国による利上げ実施のタイミングを巡る思惑などを反映して落ち着きを取り戻しているが、こうした環境の変化はロシアにも少なからず好影響を与えている。政府による実質的な規制強化の動きに加え、原油相場の底入れを受けて通貨ルーブル相場が安定していることは、国内投資家や富裕層(オリガルヒ)などによる資金逃避のほか、企業による外貨建借入に伴う元利払いを目的とする資金調達動きを抑えることに繋がっており、減少基調が続いてきた外貨準備は足下で増加に転じる動きがみられるなど、一時懸念された「危機的状況」に陥るリスクは大きく後退している。なお、今年度予算において想定されている原油価格はウラル原油ベースで1バレル=50ドルとされるなか、足下の水準は依然としてこれをわずかに下回っていることを勘案すれば、財政欠陥を補うべく原油及び天然ガス収入を原資として作られたソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)である「準備基金」を取り崩す状況は変わっていないと考えられる。しかしながら、足下の原油相場の上昇に伴い取り崩すスピードは以前に比べて緩やかなものになっているとみられる上、昨年末にかけては原油安が続いたにも拘らず、欧米による経済制裁の影響で輸入が輸出を上回るペースで減少したことで反って経常黒字幅は拡大している。昨年の財政収支は中央及び地方政府を併せるとGDP比▲3.5%と大幅な赤字となったが、今年度予算では想定原油価格が比べて大幅に引き下げられた上、足下で原油相場が上昇していることで予算想定に比べて財政赤字幅の圧縮が進むなど、経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)の改善も期待出来る状況にある。こうしたなか、今年度予算においては年内に最大で30億ドル程度を対外借入によって資金調達する必要があるが、24日に欧米諸国による経済制裁が発動されて以降初めてとなる10年を期限とするユーロ債(ドル建)のローン

図2 インフレ率の推移

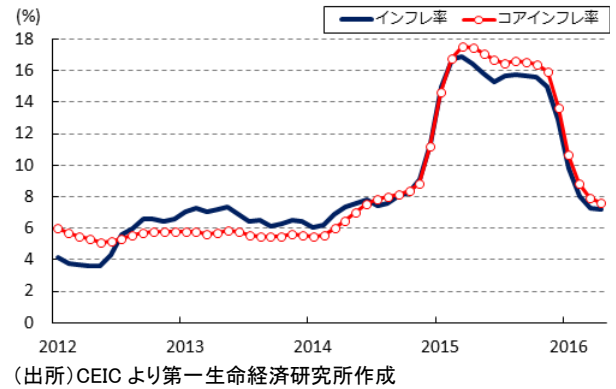


図3 原油相場(ウラル原油)の推移



ちに成功した。各種報道などに拠ると、今回の起債により 17.5 億ドルの資金調達が行われたほか、最終的な利回りも 4.75%に達したことで、主要国の金融緩和政策に伴い世界的にイールドが沈むなかで高利回りの金融商品として注目を集めた可能性はあるが、経済制裁を課す欧米各国が再三に亘って警告を発したことで欧米などの主要機関投資家は慎重姿勢を採ったとみられる。今後もロシア政府は起債を行う可能性が考えられるものの、経済制裁のきっかけとなったウクライナ情勢には改善の兆しがみられず制裁解除が行われる可能性が低いことを勘案すれば、欧米からの資金流入は期待しにくい環境が続くと予想される。

- 原油相場の底入れを受け、上述のように財政上は以前に比べて余裕が生じつつある上、足下ではインフレ率も低下トレンドを強めるなど、同国経済は大きく安定に向けて動き出しつつある。とはいえ、景気を重視する余りに財政を通じた景気刺激策に動くことは依然として難しいなか、インフレ率も以前に比べて低下しているとは言えども高止まりしていることを勘案すれば、金融緩和に踏み切ることのリスクはくすぶる。事実、中銀は昨年前半にかけては利下げによる景気下支えに動いたが、後半以降は金利を据え置くことで物価安定を重視する姿勢を前面に押し出す一方、政府に対して構造改革や投資環境の改善を優先する必要性を訴えている。政府は財政健全化を重視するべく歳出抑制に取り組む一方、歳入増に向けた増税は景気に悪影響を与えるとして尻込みする姿勢をみせており、今後の財政状況については引き続き原油相場の動向に左右されやすいことには変わりがない。したがって、実体経済をみる上では景気の底入れは進んでいると考えられるものの、底離れを促すけん引役となるものは生まれにくい状況にあると言えよう。さらに、財政赤字をファイナンスする観点から国内外からの借入の増額を計画しているが、上述のように欧米による経済制裁解除の見通しが立ちにくい環境では、国際金融市場の状況によって調達環境が一変するリスクもくすぶる。その意味においては、足下の状況は当面の最悪期を脱したと評することは出来るものの、外的要因によって揺さぶられやすい環境自体は変わっておらず、引き続き注意が必要なことには変わりがない。

以 上