

ロシア景気回復の背景と今後の見通し

——経済構造において見るべきポイント——



国際協力銀行 外国審査部
調査役（ロシア含むCIS担当）
遊佐 弘美

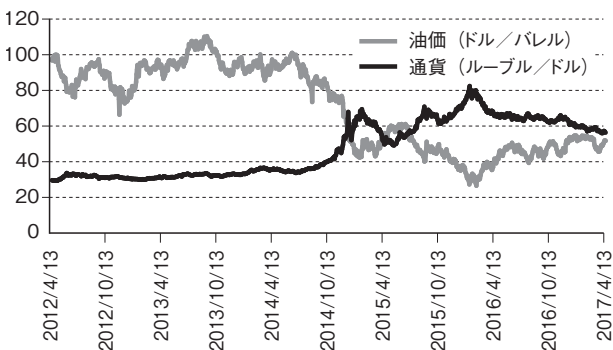
2012年から景気減速が続いていたロシア経済は、17年に3年ぶりにプラス成長に転じる可能性が高い。通貨ルーブルの対ドル相場も年初比7.6%上昇（17年4月時点）した。しかし、景気後退前の4%台へ回復することは難しく、中期的にも1~2%程度の低成長が継続する見通しである。本稿では、ロシア経済においてみるべきポイントを経済構造に焦点を当てつつ、マクロ的な観点でまとめた。

【実体経済】油価の影響が大きい

ロシア経済に油価が与える影響は大きい。油価下落の際は、油価が収益に直結する石油ガス産業のみならず、為替への影響にも留意する必要がある（図表1）。過去にハイパーインフレを経験したこともあり、油価が下落するとロシアの企業や市民は資産を守るために自国通貨の売却などにより外貨を手元におこうとする。この結果、通貨安が輸入品価格の上昇につながり、インフレ圧力となる。また、外貨ヘッジをしていない銀行や企業は通貨安により対外債務負担が増大し、インフレによる消費減少も影響して投資が抑制される。ロシアでは個人も外貨建ての住宅・自動車ローンを組むことが多いことから、対外債務負担の増大は、個人消費を冷え込ませる。

このような構造のなか、油価が2014年6月頃から下

図表1 通貨と油価の関係



出所：ロシア中央銀行、International Monetary Fund

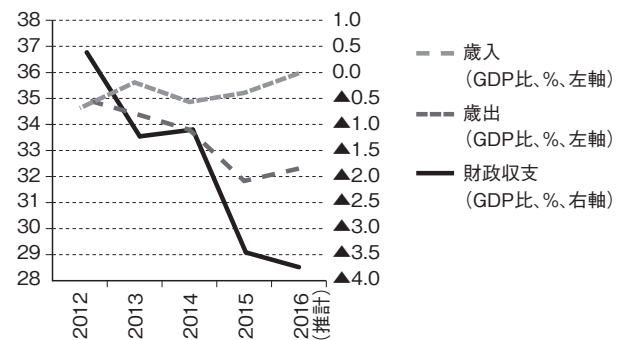
落を始め、1バレル=100ドル程度から15年初にはほぼ半値となると、為替も同様に1ドル=30ルーブル台から60ルーブル台へとほぼ半値に下落。経済への影響は大きく、欧米による経済制裁の影響もあり、15年の実質GDP成長率は-2.8%となった。

しかし、2016年初に26ドルまで下落した油価は年末までに50ドル台まで回復し、購買担当者景気指数（PMI）も大幅に改善。2015年第1四半期から減少を続けていた実質GDP成長率も、2016年第4四半期には0.3%とプラスに転じて景気後退から脱却した（通年では-0.2%）。しかしながらGDP寄与度をみると、けん引したのは純輸出（通貨下落や景気後退により輸入が大幅に減少）と、景気回復を期待した在庫投資の増加によるものであり、本格的な「景気回復」をけん引するべき消費や設備投資は依然、減少を続けている。

【財政・金融政策】通貨安で一部歳入を補てん

財政赤字の拡大には歯止めがかかっていない（図表2）。油価下落により歳入が減少するなか、歳出はクリミア併合やシリアへの爆撃などで防衛費が増加しており（2016年は前年比19%増）、政府は国民に負担を強いるかたちで医療などの歳出削減を図っているが、歳入の減少を補てんできる水準ではない。一方、資源輸

図表2 財政収支



出所：International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2017

出企業はドル建てで納税を義務づけられており、通貨下落は、ルーブル建ての税収増につながる。地場銀行による試算では、油価が100ドルの場合、為替が44ルーブルであれば財政収支は20億ドルの黒字であるが、油価が95ドルに下落しただけでも、為替が同じ水準であれば油価下落がそのまま税収減につながることから財政収支は100億ドルの赤字に転じる。このため、当局は財政を下支えするために、急激な通貨安を容認せざるを得ないといえる。15年の年平均油価は48ドルまで下落したため、為替は同61ルーブルまで下落したが、財政収支は460億ドルと大幅な赤字となった。

一方、通貨下落に伴って、2015年のインフレ率は景気後退にもかかわらず15.5%に達した。しかし、油価回復を受けて16年初から為替相場が反転し、インフレ率は16年に7.2%、17年3月には4.6%まで低下し、中銀が設定した17年のインフレ目標値（4%）に収まる見通しである。

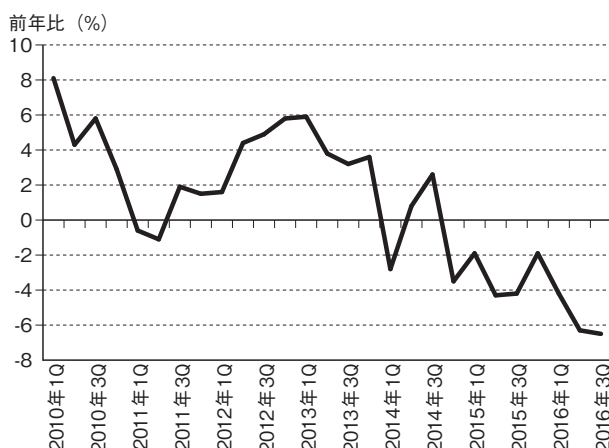
景気低迷の中での物価高は水面下で社会不満を醸成している可能性があり、当局は2014年末に17%だった政策金利を17年4月までに9.25%まで引き下げるなどして景気浮揚を図っている。

【国際収支】外準も油価急落の影響を受ける

経常収支は過去20年以上黒字であるが、特に2015年は輸入の減少により黒字幅が拡大した。通常なら外貨準備（以下、外準）の増加が期待されるが、油価急落を受けてルーブルが史上最安値を更新するなか、為替介入や資金流出により13年末に5000億ドルだった外準は15年末までに3680億ドルに急減。これを受け、中銀は変動相場制への移行（14年11月）、政策金利の大幅引き上げ、輸出企業に対する外貨売却の義務づけなどで為替相場の安定化を図り、油価回復もあって16年以降の外準は3900億ドル程度で推移している。

ロシアはリーマンショック時を含め、2004年から常に輸入の10カ月以上の外準を維持しているが、これは油価と為替に強い相関がある構造を踏まえ、不測の事態に十分に備えたい意図があると推察される。なお、外準には石油安定化基金（準備基金と国家福祉基金）が含まれている。両基金は17年1月末時点で外準の2割程度であるが、年金補てんや個別プロジェクトなど、用途が一部限定されていることに留意する必要がある。

図表3 可処分所得



出所：ロシア統計局

【今後の見通し】1～2%の低成長が継続

BRICsの国々が注目を集めた2002年から08年のロシア経済は、油価の平均が52ドルであったにもかかわらず、平均して6.6%の成長を謳歌していた。09年のリーマンショックで実質GDP成長率は-7.1%まで落ち込んだものの、10年には再び4.3%まで回復。その後、構造改革の遅れなどにより経済が減速基調となったところへ油価が急落し、15年はマイナス成長に陥った。16年のほぼゼロ成長を経て17年の経済は1.4%とプラス成長に転じると予測されている（IMF、17年4月時点）。

世界経済の不透明性という外的要因に加え、欧米経済制裁の継続や国民生活の悪化による消費回復の遅れが要因となり、ロシア経済が景気後退前の4%台の水準まで回復することは容易ではなさそうだ。

国民の可処分所得が落ち込むなか（図表3）、2017年4月にはロシア全土で反政府デモが起きた。18年3月の大統領選挙に向け、国民の不満解消のために大胆な景気刺激策をとりたいところだが、今後、油価の大幅な上昇がなければ財政支出拡大の余地は限られている。政府は積極的な外資誘致や金融緩和などにより経済の下支えを図っているが、欧米経済制裁などを背景に大幅な外資流入を見込むことは難しく、政府は困難な政策運営を迫られている。かかる状況下、中期的な見通しとして、ロシア中銀は19年まで1～2%の低成長が継続すると予測している。

※筆者略歴：米国コロンビア大学大学院修士修了（経済政策専攻）。日本貿易振興機構（JETRO）ロシア東欧チーム、JBICモスクワ事務所（モスクワ）、世界銀行キルギス事務所（ビシュケク）、スイス国営放送記者（チューリッヒ）、JOI調査部などを経て、2011年より国際協力銀行外国審査部配属。ロシアをはじめとする旧ソ連各国のソブリンリスク審査に従事。