

Contents *****

特集：新興国不安とソチ五輪後のロシア	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”The triumph of Vladimir Putin” 「ウラジミール・プーチンの勝利」	7p
<From the Editor> 西新宿 54 階からの眺望	8p

特集：新興国不安とソチ五輪後のロシア

今週は円高と株安で市場が荒れました。1 月末から新興国の通貨が売られ始め、「中国経済が怪しい」「いや、米国経済にも懸念が」などと不安が拡散したことが原因です。でも、根っこの部分にあるのは、米連銀による Tapering がいよいよ軌道に乗ったこと。予想されていたこととはいえ、今月から発足したイエレン新議長の手腕が問われます。

「2014 年は新興国経済の真贋が問われる年」というのが本誌のかねてからの見方ですが、今週は昨年引き続いて日露専門家会議（東京）に参加する機会を得ました。今週末のソチ五輪開会式を控えて、ロシアの有識者との意見交換は非常に有益でありました。後半部分では、日ロ関係についても若干の考察を加えてみたいと思います。

●新興国経済に動揺走る

前号でも紹介した通り、筆者は年明けからいろんな業界の新年会をハシゴしている。「**景気を知りたかったら、データを見るより人に訊け**」というのはまことに真理であって、わが国産業界には久々の楽観ムードが流れているようだ。おそらく電力業界などを例外とすれば、概ね明るいお正月を迎えていると評して良いのではないだろうか。

それはまことに結構なことながら、ここへきて円高・株安が進んでいる。思わぬ外的ショックにより、お屠蘇気分が吹き飛んだ、という向きも少なくないかもしれない。

問題が発生したのはアルゼンチン、南アフリカ、トルコといった新興国市場である。まずは 1 月 23 日にアルゼンチンペソが 23% の下落。次いでトルコのリラ、南アのランド、ロシアのルーブルなども下落している。新興国通貨が相次いで売られる展開 (Contagion) は、1997 年のアジア危機を彷彿とさせる。

そうかと思うと、インドやインドネシアでは通貨安は一時的な現象にとどまっている。この辺は、ユーラシアグループの”Top Risks 2014”が、第2位に掲げた通りの展開だ。すなわち、**「新興国市場 (Emerging Markets) は多様 (Diverging Markets) 」**なのである。

新興国の対応が Diverge (分かれる) するのは様々な理由による。アルゼンチンはデフォルトの前歴があるだけに、投資家の逃げ足は速い。トルコも政局不安があり、政権と中央銀行の間に不協和音がある。だから急激に金利を上げててもその効果が表れにくい。

他方、インドでは著名な経済学者であるラグラム・ラジャン氏が中央銀行総裁となっている。それが引き締め策に打って出たことでインド・ルピーは底入れした。選挙の年であるにもかかわらず、インド政府が輸入抑制策をとったことも好感された。昨年秋に、日印通貨スワップ協定が拡大されていたことも、一定の歯止め効果があったのだろう。いつものことながら、**通貨の世界は「認識のゲーム」**なのである。

新興国の不安定な動きはニューヨーク市場にも飛び火し、日経平均も調整している。かかる状況では「安定通貨」である円は買われやすく、為替相場はやや円高に振れている。とはいえ、これが世界経済の不安要因に発展するかといえば、そこまでは考えにくい。なんとすれば、**原因が米国の Tapering にあることが見えているからだ。**

これまでは米連銀の QE (量的緩和政策) により、全世界にふんだんなマネーが供給されてきた。それが昨年末から緩和策の縮小が始まっている。それまで毎月 850 億ドルずつ国債や住宅担保債券を買い入れていたものを、少しずつ減らしていく方向に転じている。昨年 12 月の FOMC ではまず 100 億ドル、そして 1 月 28-29 日の FOMC でも、さらに 100 億ドル減らして 650 億ドルにすることが決まった。

このことが世界経済にじわりと影を落としている。とはいえ、実際の影響は軽微なはずである。**金額が少し減っただけで、なおも巨額の資金供給は続いている。**「米国は金融引き締めへ転じた」と勘違いしている人が少なくないのだが、実際には水道の蛇口の栓を少し捻っただけで、まだまだ水はふんだんに出続けているのである。

1997 年のアジア通貨危機の際は、通貨安に見舞われた各国が問題を否定するところから始まった。国際的な投機筋を非難したりして、危機を認識するまでに時間がかかったのである。ところが現在の事態は、昨年 5 月頃から「いずれはそうなる」と皆が思っていた。だから新興国では、すばやく金利を上げるなどして対応している。また当時に比べて**変動相場制をとる国が増えているし、外貨準備も格段に増えている。**

極論すれば、新興国は通貨を切り下げてインフレを甘受すればいい。もちろんそれでは国民が困るので、政治家にはその覚悟がつきにくい。だから「危機」が起きてしまうのだ。

突き詰めれば政治次第である。2014 年はタイ総選挙 (2/2)、コロンビア大統領選 (5/25)、インド総選挙 (5 月)、南ア総選挙 (4~7 月)、インドネシア大統領選 (7/9)、トルコ大統領選 (8 月)、ブラジル大統領選 (10/5) という 7 つの大型選挙が予定されている。新興国経済の不安が政治にも波及して、ドミノ倒しみたいなことになるかと確かに厄介なことになる。が、それさえなければ、1997 年型の「連鎖する危機」には至らないだろう。

● 「世界同時拡大」シナリオは不変

というわけで、新興国経済がいきなり危機を迎えるというわけではないと思うのだが、本誌が何度も指摘している通り、2014年は「約10年間続いた新興国の時代が終わり、先進国が世界経済の主役に回帰する年」となるだろう。

IMFは恒例の”World Economic Outlook”を、1月24日に更新している。2014年と15年の世界経済を3.7%、3.9%と予測しており、2012年、13年の3%台前半より少しだけ成長が高まることになる。この間、先進国は1%台から2%台へとなり、新興国は4%台後半から5%台前半に加速するというシナリオである。

○World Economic Outlook (IMF/Jan.2014)

(Projection)

単位：%	2012	2013	2014	2015
全世界	3.1	3.0	3.7	3.9
先進国	1.4	1.3	2.2	2.3
—アメリカ	2.8	1.9	2.8	3.0
—ユーロ圏	-0.7	-0.4	1.0	1.4
—日本	1.4	1.7	1.7	1.0
新興国	4.9	4.7	5.1	5.4
—中国	7.7	7.7	7.5	7.3
—インド	3.2	4.4	5.4	6.4
—ブラジル	1.0	2.3	2.3	2.8
—ロシア	3.4	1.5	2.0	2.5
—ASEAN 5	6.2	5.0	5.1	5.6
世界貿易量	2.2	2.7	4.5	5.2
石油価格	1.0	-0.9	-0.3	-5.2

上記をよくよく見ると、以下のようなシナリオが描かれていることに気づく。

- * 米国経済が、2年連続で3%前後の成長軌道に戻る。2008年以来初めてのことである。
- * ユーロ圏は、3年ぶりにプラス成長に回帰する。
- * 日本は14年、15年と連続で増税が予定されているものの、1%台の成長を持続する。
- * 中国経済が、わずかながら減速する（7.7%→7.7%→7.5%→7.3%）
- * ブラジルとロシアの成長率が、驚くほど低下している。2%台の成長率は、新興国としてはとても物足りない水準であろう。
- * 世界貿易量も底打ちして増加に向かうが、石油価格は下落に転じる。

つまり実体経済の面でも、じょじょに新興国から先進国への主役交代が進んでいる。それと同時に、資源価格の高騰も一段落するという読み筋である。と同時に、オールドエコノミーを中心とする新興国経済の量的拡大は一服するということになる。産業面で言えば、久々に先進国のハイテクセクターに関心が集中することになるのではないだろうか。

●イエレン米連銀「出口」への長い道のり

繰り返しになるが、今回の新興国経済の不安は米国の金融政策が発端である。

その米国では、総じて強い景気指標が続いている。①10-12月期実質 GDP 統計は、前期の4.1%成長に引き続き、前期比3.2%成長という高いものであった。②12月の失業率は6.7%と、QE3解除の目安となる6.5%にあとわずかまで迫っている。③長らく低迷が続いていた住宅着工件数は、ようやく「リーマン前」の年率100万戸ペースに到達した。

国内的に見れば、昨年12月のTapering開始は絶妙のタイミングだったように思える。その一方で、海外の新興国では緩和縮小への「心の準備」ができていなかった。仮にこの影響が、米国経済に大きく跳ね返るようであれば、金融緩和の縮小を「急がない」という選択肢も急浮上するだろう。

もちろん米国の金融政策は、第一義的に米国内を見て行われるものである。新興国から苦情が来たからと言って、米連銀が途中で方針を変えることは考えにくい。そしてまた、米国外交が「内向き化」を強めている中であっては、「国際金融への配慮」の優先順位は今後も高いものにはなりにくいだろう。

それでも、たまたま12月と1月のFOMCで、「資産買入額を100億ドル減少する」という判断が下されたからといって、このまま機械的に「毎月100億ドルずつ減らしてゆき、年内にQE3終了」と即断するのは早計であろう。かつての日銀の経験からいっても、QEからの出口政策は相当に息の長い、曲がりくねったものになるはずだからだ。

なにしろ2008年には8000億ドル程度に過ぎなかった米連銀のB/Sは、度重なるQEによって4兆ドルに膨れ上がっている。黒田・日銀は「マネタリーベースを2年間で2倍にする」政策を「異次元」と呼んでいるが、米連銀のそれは実に「5年で5倍」なのである。

ここからの「出口」を考えると、気が遠くなりそうなプロセスが必要になる。

1. 資産買入額を毎月850億ドルからじょじょに減額する
→すでに実施済み。今後もさまざまな方面で影響が出る恐れあり
2. 国債やMBSの償還資金の再投資を中止する
→今年後半に決断か。この時点でFRBのB/Sが初めて圧縮されることになる
3. 現行のFFレート(0~0.25%)を上げる
→来年のどこかで実施か。長期金利が上がらないよう”Forward Guidance”が重要になる
4. 資産売却によって米連銀のB/Sを圧縮する
→遠大な目標だが、健全な金融政策を取り戻すためにいずれは必要となる

今週からイエレン議長が就任したが、上記1~4のプロセスはとて1期(4年)では済まないだろう。それくらい息の長いゲームを想定しなければならない。

「米連銀の出口政策」を野球の試合に例えるならば、今回の新興国経済の動揺は、せいぜい1回の表に先頭打者にシングルヒットを打たれたくらいのもであろう。大慌てするような段階には程遠い。まずは、新人投手であるイエレン議長が、マウンドに慣れるかどうかを見極めるという段階である。

その意味では、今月 11 日、13 日に行われる議会証言において、イエレン議長の「政界へのコミュニケーション能力」が試されることになるだろう。なお、2 月には FOMC の開催予定がないので、3 月 18-19 日の FOMC とその後に行われる記者会見が、議長としての実質的なデビューということになる。

●ソチ五輪から見えてくるロシア

さて、間もなくソチ冬季五輪が開幕となる。

日露専門家会議（2/3-4）に出席したとはいえ、筆者にはロシアに対して特段の知見や情報源があるわけではない。が、世間で噂されている「テロの恐れ」は、極めて確率が低いのではないかと思っている。今週の The Economist 誌は、「**人口 40 万人のリゾート地は、10 万人の保安員と軍人たちによる砦と化した**」と報じている。テロリストの身になって考えてみれば、むしろこの間に手薄になっている他の場所を狙うのが合理的だろう。

それよりも驚くのは、同誌のカバーストーリーが紹介している「ロシア政府はオリンピックに 500 億ドルを投じた」との指摘である。最初、筆者が社内ルートでこの数字を耳にした際は、てっきり間違い、もしくは外に出してはいけない話だと勘違いしたものだ。なにしろ 500 億ドルと言えば、2012 年ロンドン五輪の 4 倍であるだけでなく、2008 年の北京五輪の 430 億ドル（もちろん史上最高額）をも超えてしまう。当り前の話だが、冬季五輪は夏季大会に比べれば、種目も参加国も格段に少ない。

この件については、ロシア国内ではこんな報道がされている¹。

「2007 年にソチでのオリンピックが決まった時、あなたは 120 億ドルで遂行すると約束した。しかし今日までに 500 億ドル使用されている。しかも、建設などの準備に使われたのはその 70% で、会計院によると 155 億ドルの用途は不明だ。ネムツォフ氏の資料によると、500 億ドルのうち 300 億ドルが着服されているという」

2020 年の夏季五輪を開催する国から見れば、唾然としてしまうような話である。普通の民主主義国であれば、これだけの放漫財政が行われれば、即座に内閣が吹っ飛んでしまうだろう。ところがこの話が、「プーチンの勝利とロシア経済の敗北」という文脈で語られているのが、今週の”The Economist”誌のカバーストーリーなのである（本誌 p7～参照）。

¹ ノーボエ・ブレーミヤ、2013 年 12 月 16 日。袴田茂樹教授の抄訳による。

五輪を開催する動機とは、対外的なソフトパワーの発揮から、対内的な経済振興まで、さまざまな思惑があることだろう。ところがソチ五輪においては、権力者のメンツを守ることや、その取り巻きが公金で潤うことが目的になってしまっている。2008年の北京五輪には、ところどころ「やり過ぎ」感もあったけれども、中国の「国威高揚」には確実に役立った分だけ、まだしもマシであったと言うべきかもしれない。

●日本はロシアとどう付き合うべきか

「多様化する新興国」という観点で言えば、ロシア経済の将来はあまり明るいとは思われない。そもそも BRICs の中でも、ロシアは世界的な資源価格上昇に便乗し、他力本願の成長を続けてきた。今後、資源価格が下落に向かうとしたら、ますます見通しは悪い。

こんな「時に利あらず」という状態で、ロシアは深刻な人口減少に見舞われているシベリア・極東開発に努めなければならない。それには日本の投資が必要であるし、天然ガスを日本向けに売りたいと思っている。逆に日本側としては、ロシアの資源が安く買えるのは悪い話ではないが、そんなに緊急性が高いわけでもない。

それでは日本は、対ロシア関係をどう考えるべきなのか。筆者の素朴な印象を言ってしまうと、「割り切って付き合いえば、いろんなことができる面白い相手」だと思う。

ロシアは既に超大国ではない。米中を相手に張り合う程の力はないが、そのことを素直に認めたくはないので、プーチン大統領が手練手管を生かしつつ独自の大国外交を展開している。まず、APEC（2012年）、G20（13年）、G8（14年）と連続して国際会議を主催して、世界の中心に居続けようとしている。次にウクライナや中央アジアなど、旧ソ連時代の勢力圏では他国の影響をはねつけようとする。さらにできれば、米国や欧州の鼻を明かしてやりたいと思っている。実際に昨年シリア問題では、見事にオバマ政権に「貸し」を作り、なおかつ中東で狙い通りの筋書きを描いて見せた。

逆に言えば、それが精一杯である。米国に逆らうときは、かならず中国と共同歩調を取る。BRICS 会議を開催して、西側先進国に抗議するが、本気で5か国の利害が一致するとは考えていない。いわば「自らの限界を自覚しながらの確信犯的戦略外交」なのである。

日本側から見れば、対ロ関係には対米関係や対中関係ほどの重要性はない。ただし、いろんなことに使えるカードになり得るのではないか。なにより、「限界を自覚しながら大国外交を展開しなければならない」点において、日本はロシアに通じるところがある。昔ほど経済的に圧倒的な存在ではなくなっている中で、米国や中国に伍しつつ、さらには北朝鮮なども相手にゲームを展開しなければならない。「贅沢は言えない立場」なのである。

これまで対ロ関係は、すなわち北方領土問題であった。これをうまく片付けないと、日ロ協力を進めることは難しい。安倍首相はソチ五輪の開会式に出席し、5度目のプーチン大統領との会談に臨む。そこにはどんな「秘策」があるのだろうか。

<今週の”The Economist”誌から>

”The triumph of Vladimir Putin”

「ウラジミール・プーチンの勝利」

Cover story

February 7th 2014

*スケートリンクで見得を切るプーチン大統領と、その傍らで転倒しているパートナーのロシア。今週号の **The Economist** 誌表紙は、かなり意地悪な絵柄になっています。

<抄訳>

2014年冬季五輪開催を射止めた直後、プーチン大統領は「ロシアは強国として国際舞台に帰ってきた」と宣言した。いよいよ1980年のモスクワ五輪以来の大会がロシアで開かれる。なぜか避暑地のソチが会場で、ロンドン五輪の4倍=500億ドルを投入された。「偉大で新しく開かれたロシア」「今日はソチ、明日は世界」といった看板が掲げられている。

昨年はプーチンにとって良き年であった。国内では、2012年の大統領復帰に抗議した団体を鎮圧した。挑戦者が不在なので、政敵を釈放する余裕もあった。海外では、国連安保理でシリア軍事介入に拒否権を行使。代わりに化学兵器操作で取引し、和平会議を後押し、盟友アサド大統領は地位に留まった。NATOのアフガン介入は上手く行っていない。防衛予算を引き上げた。ウクライナを硬軟の手法で説得し、EUとの協定を先送りさせた。

ただしプーチンの幸運は見かけほどではない。ロシアの政治モデルが魅力に乏しいだけでなく、腐敗した国家主導型経済の停滞は避けられない見通しだからである。

プーチンが大統領に就任した99年12月、ロシアの経済成長は遅くBRICsの一角を占めた。国民の収入も増え、年金や福祉も改善された。プーチンはロシアを強くしたのみならず、90年代の混乱後に安定と生活水準の向上をもたらしたからこそ人気がある。

だがそれは全面的に、99年以来5倍になった石油とガス価格に負うものであった。エネルギー輸出への依存度は、1980年の67%から75%に増えている。ロシアと米国との貿易量は280億ドルで、中国とは870億ドルだが、米中間のそれは5550億ドルにも達する。

高い労働コストと低い生産性は産業競争力を損ない、国中の店頭は舶来品で溢れている。投資は少なく、資金と才能ある若者は海外に流出している。肥大化した国と非効率な国有企業がGDPの半分を占める。そしてソチ五輪の経費が示す通り、汚職には限りがない。新興財閥が吸い上げた資金は、スイスや英国などに溜め込まれている。

10年前、ロシアの予算は1バレル20ドルで均衡した。今は103ドルが必要である。が、ウラル産原油は108ドルに低下。米国産シェールガスにより、さらなる下落は避けられない。ロシアのGDP成長率は2013年に1.5%、14年で2%に落ち込むと見られている。米英にも劣り、BRICsでも後れを取り、停滞するユーロ圏と同じくらいである。

問題は毎度お馴染みのガバナンス。競争政策、民営化、投資家保護、法制度、規制の透明性など。だが現状は変えられない。今の政治体制が続く限り、経済は弱体のままだろう。

ウクライナの最近の事象は、ロシアの弱さの表れのような。ヤヌコビッチ大統領の政府はますますプーチンに似ているが、国民はそれを望んではない。プーチンとしては、ウ

クライナが居なくなると「ユーラシア連合」（なんちゃってソ連）ができなくなる。さらにウクライナが西欧モデルに向かうと、ロシアも同じことになるかもしれないのだ。

スポーツの祭典も結構だが、国の命運を定めるのは経済である。ソ連の崩壊は思想よりも経済に原因があった。経済が立ち直らないと、プーチンの体制も危うい。

<From the Editor> 西新宿 54 階からの眺望

ふと思いたって、西新宿にある東京都庁の最上階に行ってきました。さすがはお役所だけあって、エレベーターに乗る際に持ち物検査はありますが、入場料を取られることはありません。最上階のレストランは、カレーとサラダにアイスコーヒーをつけて 1000 円とお値段もリーズナブルでした（お味の方は、それなりでしたかねえ…）。

ここから見下ろす眺望はまさに絶景。ご近所の高層ビルの屋上が見下ろせてしまいます。もちろん東京都心は丸ごと見えて、はるか東方の下町にはスカイツリーが聳えている。皇居が見えないことだけが惜しまれますが、眼下の新宿御苑はもちろん鮮やかな緑です。

ちょっと足を伸ばせば、こんな景色がタダで見られるのが東京のいいところ。日露専門家会議はお隣の京王プラザホテルで行われたのですが、ロシア人たちにこの景色を見せて、こんな風に自慢してやりたくなりました。

「いやあ、ちょっとしたもんでしょう。こう見えても、20 世紀には震災と戦災で 2 回焼けたんですけど、ちょっと本気を出したらこの程度にはなりましたわ」

いやはや、去年初めて行ってしみじみ感じましたが、モスクワなんてアナタ、わが大東京に比べたらしょぼい都ですわ。そもそも東京都は人口が 1300 万人で、GDP が 85 兆円もあって、国の単位としても堂々たる規模。四季の風情も残っているし、PM2.5 などの公害とはほぼ無縁だし、交通機関は縦横無尽に走り、治安も悪くはない。さらには商業施設でも、文化施設でも、歴史遺産でも、さらに美食では質と量の両面で恵まれ、世界中のどんな都市と比較してもまったく恥ずかしくありません。

そして統治機構としての「都」は、職員 16 万人に予算規模 13 兆円。西新宿に超高層の都庁ビルを擁し、水道局や交通局や果ては大学まで有している。この大組織のトップが混乱の極みで、4 年間で 3 回目の選挙が行われています。

ふと思ったのですが、都庁が 1991 年に新宿に移転したのは大正解であったのでしょうか。元の庁舎は今では東京国際フォーラムになっているけれども、今となってはどう考えても手狭です。聞けば、有楽町から新宿に移転する時には、「川向う」の区からたいへんな反対があったとか。でも今となってみれば、「東京の中心」を西にずらして、「日本の中心」と別の場所においたのは、いわば「遷都」のような効果があったのでしょうか。

移転を決断した鈴木俊一都知事は元内閣官房副長官でした。中央政府を熟知していたからこそ、そこから離れることの重要性に気づいたのかもしれませんが。この巨大な城塞の主になったときは、さぞかし痛快な思いがしたのではないのでしょうか。

現在は「主」なき城である東京都庁。この週末の選挙を制するのは、学者か、殿か、弁護士か、軍人か。さすがにドクターはないでしょう。投票権のない「千葉都民」の筆者としては、生ぬるく結果を見守りたいと思います。

2月9日の投票日から、あまり日を置かずに新都知事の「初登庁日」となる由であります。

* 次号は2月21日（金）にお届けする予定です。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-socket.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com