

ロシアレポート #12

企業部門堅調で 11 月も高めの成長。外需も改善傾向。

2011/1/20

1. 主要経済指標の推移：企業部門堅調で 11 月も高めの成長。外需も改善傾向。

図表 1 ロシアの主要経済指標の推移

分類	経済指標名称	10Q1	10Q2	10Q3	9月	10月	11月
景気	実質GDP成長率(前年同期比、%)*	3.1	5.2	2.7	—	—	4.2
企業	主要経済活動生産指数(前年同期比、%)**	4.9	6.4	4.8	1.3	3.2	—
	実質鉱工業生産指数(前年同期比、%)	9.5	10.9	6.4	6.2	6.6	6.7
	実質固定投資(前年同期比、%)	-4.1	5.3	7.3	9.4	10.7	8.4
雇用	失業率(原数値、%)	8.8	7.4	6.8	6.6	6.8	6.7
家計	実質可処分所得(前年同期比、%)**	7.4	5.1	4.8	1.8	-0.7	2.6
	財・サービス支出(前年同期比、%)**	1.6	3.3	4.3	5.4	5.3	—
	実質小売売上高(前年同期比、%)	1.8	5.4	6.0	4.8	4.5	4.6
物価	消費者物価指数(前年同期比、%)	7.2	5.9	6.2	7.0	7.5	8.1
	通貨供給量(M2期末値、前年同期比、%)	32.1	30.6	31.2	31.2	30.5	30.3
対外収支	輸出(国際収支ベース、前年同期比、%)	61.1	43.0	18.5	19.4	14.9	14.6
	輸入(国際収支ベース、前年同期比、%)	18.8	32.5	39.8	33.9	27.0	26.3
	貿易収支(国際収支ベース、億ドル)	465	392	291	108	105	109
	金外貨準備高(期末値、億ドル)	4,474	4,612	4,901	4,901	4,971	4,831
市場	為替レート(ルーブル/US\$1、期末値)	29.36	31.20	30.40	30.40	30.78	31.31
	株価指数(RTS指数、期末値)	1572.5	1339.4	1507.7	1507.7	1587.1	1597.4
	ウラル原油価格(US\$/b)	75.0	76.6	75.8	77.5	81.2	84.4

*月次GDPは経済発展省推計 **四半期は年初からの累計

<資料> 国家統計局、経済発展省、中央銀行、RTS

(1) 景気：企業部門堅調で 11 月も高めの成長。但し家計部門は減速傾向。経済活動の水準は低く、既往ピークに戻るの約 1 年後。

猛暑¹の悪影響が低下し、先送りされていた需要（特に建設投資と在庫積み増し）・生産が戻り始めたことで、10 月以降相対的に高い経済成長が続いています。11 月の実質 GDP 成長率（経済発展省推計）は前年比+4.2%となりました。しかし家計部門では実質可処分所得が伸び悩む中²、実質小売売上高も徐々に伸び幅を縮小させています。外需に代わって年初からロシア経済を下支えしてきた個人消費の先行きには注意が必要です。尚、経済発展省が推計した 1-11 月の実質 GDP 成長率前年比は+3.7%となりました。

10Q3時点での実質GDPの水準は既往ピーク（08Q2）を依然として約7%下回っています。このように世界同時不況後のロシアではそれ以前と比較して経済全体の需給が緩和されており、そのため新規雇用や新規設備投資は抑制される見通しです³。また足元で（一時的要因を除けば）インフレ率が抑制されているのも経済全体の需給緩和による部分が多いようです。経済活動が既往ピークの水準に戻るにはあと1年ほどかかるでしょう。

¹ ロシア NIS 貿易会によれば、8/20 以降モスクワの朝の気温は 10 度台に低下したとのことです。

² 8 月以降のインフレ率上昇による可処分所得目減りの影響もあると考えられます。

³ 最近の失業率（原数値）の急低下は季節要因による部分が多いとみられます。また多額の裁量的財政支出（図表 3 参照）が需給の緩和を見えにくくしている可能性にも注意が必要です。

(2) 企業：11月の生産・固定投資は堅調維持。輸出改善もプラス材料。

11月の実質鉱工業生産指数は前年比+6.7%と高い伸びを維持しました。実質固定投資も前年比+8.4%と引き続き高成長を維持しています。また11月の実質農業総生産は前年比▲4.0%と前年割れが続いていますが、前月(同▲18.8%)からは大きくマイナス幅を縮小させ、ここでも干ばつの悪影響は低下しています⁴。

また後述するように、9月以降輸出が前月超えを続けており、このこともロシア企業の活動にプラスに作用していると考えられます。

図表 2 ロシアの実質農業総生産（前年同期比、%）

07	08	09	10Q1	10Q2	10Q3	10年9月	10年10月	10年11月
3.4	10.8	1.2	3.6	2.3	-18.6	-24.8	-18.8	-4.0

＜資料＞国家統計局

(3) 雇用・家計：予想外に雇用改善するも、食料価格高騰等で実質所得・消費に陰り**図表 3 OECD 加盟国の景気刺激策の規模（対 GDP 比、%）＜資料：IMF＞**

	08	09	10	11
米国	1.1	1.8	2.9	1.7
中国	0.4	3.1	2.7	N.A.
日本	0.3	2.8	2.2	1.0
ドイツ	0.0	1.7	2.2	1.7
フランス	0.0	1.2	1.1	0.6
英国	0.2	1.6	0.0	0.0
イタリア	0.0	0.0	0.0	0.0
ブラジル	0.0	0.7	0.6	0.0
カナダ	0.0	1.8	1.7	0.0
ロシア	0.0	4.5	5.3	4.7
インド	0.6	0.5	0.3	0.0
豪州	0.7	2.7	1.7	1.3
メキシコ	0.0	1.5	1.0	0.0
韓国	1.1	3.6	1.1	0.0
トルコ	0.0	1.2	0.5	0.0
インドネシア	0.0	1.4	0.0	0.2
サウジアラビア	2.4	5.4	4.2	1.6
南アフリカ	1.7	3.0	2.1	0.0
アルゼンチン	0.0	4.7	1.4	N.A.
加重平均	0.5	2.1	2.1	1.1

11月の失業率（原数値）は6.7%と10月から0.1%改善しました。経済発展省発表の失

⁴ 2010、2011年の穀物生産見通しは農畜産業振興機構のホームページをご覧ください。
http://www.alic.go.jp/chosa-c/joho01_000258.html

業率（季節調整済み）も 11 月 6.8%と 10 月（同 7.1%）から大幅に改善しました。9・10 月に生じた国勢調査雇用が剥落する 11 月は雇用の悪化を見込んでいたため、11 月の急激な雇用改善は予想外です。しかし先述の通りロシア経済が抱える需給ギャップの大きさを考えれば、急激な雇用回復は望みがたい状況です。また年度末要因による財政支出の拡大が雇用の実態を見えにくくしている可能性もあるため、雇用市場の先行きを判断するにはもう少し観察が必要でしょう。

11 月の実質可処分所得は前年比+2.6%と 2 ヶ月ぶりの前年超えとなりました。雇用は改善しているものの、食料価格上昇で実質的な所得が目減りしている模様で、均してみれば実質可処分所得は伸び悩んでいます。11 月の実質小売売上高は前年比+4.6%と前年超えを維持していますが、10Q2・Q3 と比較すると伸び幅は縮小しています。年金増額や新車購入支援制度といった政策支援を受けて年初から堅調を維持してきた個人消費ですが、実質可処分所得の伸び悩みを受けて 8 月以降はやや陰りが見えます。

(4) 物価と金融政策：12 月も主要政策金利据え置きだが、利上げに向けた地均しが進む

中央銀行は 12 月 24 日の会合で、7 ヶ月連続で主要政策金利であるリファイナンス金利（現在史上最低の 7.75%）を据え置きました⁵。その一方で中央銀行は 12/27 より翌日物預金金利を 2.5%から 2.75%へ 0.25%引き上げることを決定しましたが、市場はこれを主要政策金利引上げに向けた地均しの 1 つとして解釈しています。また中央銀行は貨幣的要因によるインフレリスクの若干の高まりを示唆し、先行きを注視することを表明しました。足元でインフレ率を押し上げているのは、一時的要因としては①猛暑を受けた食料品価格の高騰、②年末に向けた予算消化に伴う一時的経済過熱、③世界的な商品価格の上昇、構造的要因としては①ルーブル安、②（依然大きいものの）需給ギャップの緩やかな縮小、が考えられます。先述の通りロシア経済全体の需給は未だに大きく緩和しており、中期的にはインフレ率が急上昇することは考えにくい状況ですが⁶、インフレ圧力が徐々に高まっていることは否定できません。もっとも食料品価格高騰に伴うインフレ期待の上昇を通じて一層大きなインフレ圧力が生じた場合、中央銀行は迅速に引締めへ転じると考えます。

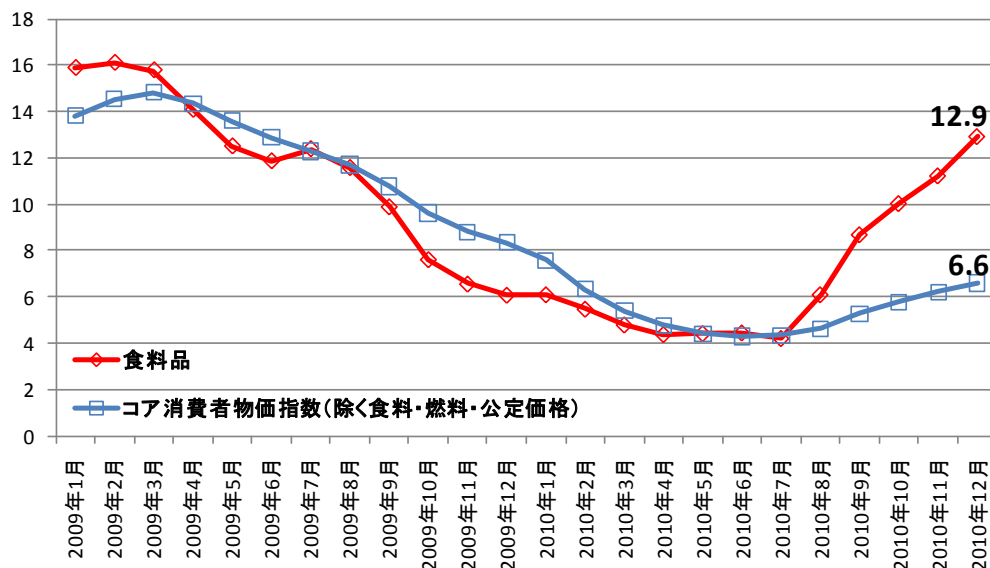
尚、11 月に指摘されたリスク（消費需要の減退と海外経済の不透明感）は削除されました。実質可処分所得・実質小売売上高が 11 月は前年比で改善したことがその理由です⁷。

⁵ 「今後数ヶ月に亘って金利を据え置く」との文言は先月 11 月に削除されました。11 月、金融政策の責任者であるウリュカエフ副総裁は、「中央銀行はディマンドプルの、貨幣的インフレを視野に入れ始めた」と語っています。

⁶ 異常気象による農作物価格上昇が懸念されますが、所得が一定であると仮定すれば、消費者は値上がりした農作物を買うために他の財・サービス購入を控えるため、農作物以外の財・サービス価格が低下し、結果として中期的には消費者物価指数の上昇は限定的と考えられます。また農作物価格の上昇が供給側の要因である場合、中央銀行の金融政策が価格に及ぼす影響も限定的でしょう。一方で農作物価格上昇による社会不安や、それを抑制するために政府支出が増加すること（ロシアは 2011、2012 年が選挙年）が懸念されます。

⁷ 海外経済の不透明感が低下している点については筆者も同じ見解です。

図表 4 食料品・コア消費者物価指数の推移（前年同期比、%）



(5) 対外収支・市場：海外リスクは低下。10年10-12月期に資本収支赤字は急拡大。

米国景気減速・欧州財政不安・中国景気引締めによる油価下落および輸出減速が懸念されてきましたが、足元では油価は上昇し、貿易収支の減少も底を打ったようです（詳細は(6)前期・前月比を参照願います）。

尚、2010年の国際収支統計（速報）によれば、2010年通年の資本収支は▲305億ドルと同年1-9月期の▲91億ドルからマイナス幅が急拡大しました。2010年10-12月期の資本収支赤字⁸が一気に▲214億ドルに拡大したことになります。少し詳しく見ると、2010年10-12月期に銀行部門が115億ドル、その他セクター（直接・間接投資）が97億ドル、それぞれ海外資産を増加させたことが大きいようです（ロシア居住者が海外資産を増やせば、資本が流出するため資本収支上ではマイナスとなります）。一部ではこの動きを「投資家のロシア離れ」として否定的に捉えています。一方で直近1/14現在の株価指数（RTS指数）は1870.09まで上昇していることもあり、資本収支赤字の急拡大が何を意味するのか、現時点では何とも言えないというのが筆者の率直な見解です。

11月は外貨準備高が前月比140億ドル減少しましたが、減少要因としてはドル高に伴うユーロ・ポンド・円のドル換算時の目減り（▲121億ドル）、中央銀行によるドル売り（▲56億ドル）、増加要因としては金の単価・数量両面からの増加（+10億ドル）、その他要因（+27億ドル）となっています。

⁸ 企業や家計の赤字と異なり、国際収支上の赤字自体には否定的な意味はありません。このことを強調するため、国際収支上の黒字を「流入超過」、赤字を「流出超過」と表現することもあります。また英語ではそれぞれ“surplus”、“deficit”と表現され、一般的な黒字（profit）赤字（loss）とは区別されています。

(6) 前期・前月比：実質 GDP は 11 月まで 3 ヶ月連続の前月超え。外需も改善傾向。

図表 5 主要経済指標：季節調整済前期比・前月比 (%) ⁹

	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10年8月	10年9月	10年10月	10年11月
実質GDP	2.3	0.4	0.6	-0.4	-0.4	0.3	0.9	0.5
実質鉱工業生産指数	3.4	2.1	2.2	-0.3	0.1	1.0	1.0	0.0
実質固定投資	9.6	-2.5	2.3	1.2	4.3	0.9	6.1	-1.4
実質可処分所得	4.3	2.3	-2.8	-2.4	-3.4	-0.6	1.5	-0.5
実質小売売上高	0.8	1.4	1.2	1.1	-0.5	-0.9	0.2	0.3
失業率 *	8.2	8.0	7.5	7.4	7.4	7.2	7.2	6.9
輸出 *	16.9	13.7	-4.3	-6.9	-2.9	9.1	3.8	1.8
輸入 *	13.7	7.6	6.7	7.1	9.9	-5.2	1.0	2.3
貿易収支(億ドル) *	384	469	387	276	70	108	118	119

<資料>経済発展省

* 筆者季節調整値

図表 1 が「前年比」を中心とした経済指標であるのに対し、図表 5 は経済指標の「前期・前月比」を掲載したものです。一般に前年比よりも前期・前月比のほうが景気の変化を素早く反映しやすいとされており、景気動向を知る上で前年比と前期・前月比を合わせて観察することは有効です。

11 月の実質 GDP 成長率は前月比+0.5%と 3 ヶ月連続の前月超えとなりました。産業別では成長に寄与したのは農業（経済発展省によれば 11 月の農業生産は前月比+4.5%で 3 ヶ月連続の前月超え）と小売りです。

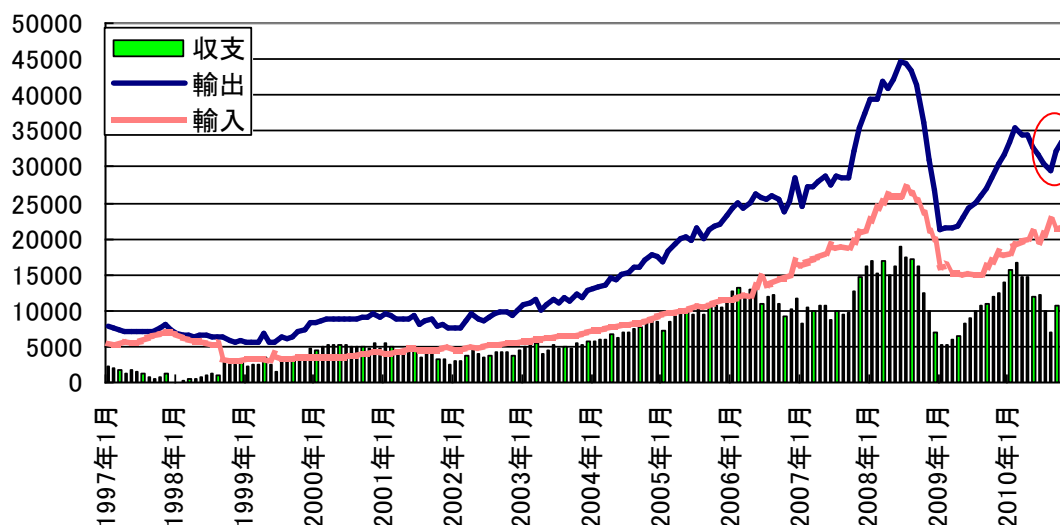
11 月の鉱工業生産指数は前月比横ばいとなりましたが、9・10 月の高成長を考えれば十分評価できる数字です。また 2010 年の 11 月は過去 120 年間で 4 番目に暖かく、電気・ガス・水道の利用が少なかったことも考慮する必要があります。実質固定投資は前月比▲1.4%となりましたが、10 月の高成長（同+6.1%）を考えればこれも仕方ないと言えるでしょう。

11 月の実質可処分所得は前月比▲0.5%、実質小売売上高は前月比+0.3%と個人消費関連指標は 8 月以降伸び悩み傾向にあります。猛暑がやわらいだ 9 月以降も個人消費が減速していることから、個人消費悪化の背景には最近の実質可処分所得の減少、具体的には食料品価格の上昇があると考えられます。

減少傾向が続いていた輸出ですが、9 月以降は 3 ヶ月連続の前月超えとなっています。輸入も増加していますが、輸出の伸びがそれを上回っているため、貿易黒字も徐々に拡大しています（図表 6 参照）。輸出の減少が 5 月から 8 月まで続いたこと（ちょうどその間、米国景気が減速していた）、および足元の輸出増加が非 CIS 諸国向け輸出による部分が多いこと、などから、足元の輸出改善は米国景気改善による部分が多いと考えます。ロシア経済の原動力である外需が回復基調にあることは、2011 年に向けての明るい兆しと言えるでしょう。

⁹ 10 年 8・9 月の数字は経済発展省が 10 月に発表したもので、その後改訂されている可能性があります。

図表 6 輸出・輸入・貿易収支の推移（筆者季節調整値、単位：百万ドル）



2. こんな本を読みました：

「ソ連向大径鋼管輸出史」（ソ連向大径鋼管輸出史出版委員会、有楽出版社）

本書はかつて日ソ貿易を牽引した大径鋼管輸出に従事したメーカー・商社の有志が後世にその歴史を伝えるべく執筆したものです。そういう意味では本レポート#4 でご紹介した「日ソ・日ロ経済交流史」に似た味わいのある本です。ただ、「日ソ・日ロ経済交流史」が商社員の話が中心だったのに対し、本書はメーカーの方々の話が中心であるというのが大きな違いです。

1970～80年代、旧ソ連の貿易相手国として日本はトップグループに位置しており、日本にとっても貿易相手国としての旧ソ連の重要性は現在のそれよりも高かったと思われます。その中でも花形的存在であった大径鋼管輸出に携わるメーカー・商社それぞれの社員の熱い思いが伝わってくるような本です。特に旧ソ連の厳しい気候に対応できる製品を開発する技術者の苦労には頭が下がる思いです。欧州各国のように担保となる天然ガスの取引もなく、地理的にも遠い日本の大径鋼管があれだけの競争力を発揮したのは、やはり彼ら技術者に負う部分が大きかったのではないのでしょうか。日本が世界的競争に遅れをとる中、「ものづくり」に対する関心が薄らいでいるようですが、本書を読めばそういう考え方も少しは変わるのではないのでしょうか。以下本書の中で印象に残った部分を列挙します。

- ① 1959年のフルシチョフ訪米時の滞在期間が25日間にも及んだこと（P31）。国家元首の外国訪問期間としては記録的長期間では？
- ② 田中角栄が早くからエネルギー問題に真剣に取り組んでいたこと（P83）。未だに評価が定まらない人物ですが、その洞察力はやはり只者ではなかったようです。そしてその背景には第二次世界大戦で日本のエネルギー資源不足を身にしみて感じたことがあるようです。
- ③ 「対ソ大径鋼管の位置づけは収益性よりも技術。高技術のパイプを量産できたのは製鋼

にも厚板ミルにも良かったと思う (P172)。」ある技術者の言葉ですが、こういう仕事が出来た技術者はさぞかし幸せだったでしょう。

- ④ 「大径鋼管商談は殆どほかの商売に繋がらなかった (P176)。」ある商社員の言葉ですが、別のパートでメーカー社員は「大径鋼管商談は商社にほかの商談ももたらした」と発言しており、このあたりの認識のギャップは興味深いものです。
- ⑤ 「(ロシア人が日本に宿泊する際、ラジオのボリュームを一杯に上げるため) 迷惑がからないように両隣の部屋も借り切る (P180)。」これもある商社員の言葉ですが、当時の商社員の思慮深さに脱帽です。因みにロシア人がラジオのボリュームを上げたがる理由として、盗聴器を恐れていたため、という説が紹介されています。
- ⑥ ロシア人にパンを分けてもらったというシベリア抑留者の話 (P182)。こういう話はもっと広く知られていいのでは、と思います。
- ⑦ 旧ソ連時代、あるロシア人がアフガン侵攻が泥沼化することを正確に予想していたこと (P203)。政治家が思っているよりも国民は現実をよく理解している一例でしょう。
- ⑧ 1993 年のモスクワ騒乱時に丸紅モスクワ支店が砲撃を受けたこと (P230)。この話に登場する元駐在員の話によれば、「跳弾 (跳ね返った銃弾) はかわせる」とのことでした。それを身をもって確認する機会が訪れないことを祈るばかりです。

敢えて本書に注文をつけるとすれば、技術用語・商業用語についてももう少し詳しい説明、あるいは巻末に用語集をつけて欲しい、ということでしょうか。「歴史を後世に伝える」という本書の目的を考えれば専門家以外の様々な読者が想定されるためです。

以上

担当	シニア・エコノミスト 榎本 裕洋	TEL 03 - 3282 - 7681 E-mail: Enomoto-Y@marubeni.com
住所	〒100-8088 東京都千代田区大手町 1 丁目 4 番 2 号 丸紅ビルディング 12 階 経済研究所	
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/index.html	

(注記)

・本稿に掲載されている情報および判断は、丸紅経済研究所により作成されたものです。丸紅経済研究所は、見解または情報の変更に際して、それを読者に通知する義務を負わないものとします。

・本稿は公開情報に基づいて作成されています。その情報の正確性あるいは完全性について何ら表明するものではありません。本稿に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するものとします。