

ロシアレポート #14

企業・外需主導で足元は4%強の成長ペース

2011/4/21

1. 主要経済指標の推移：企業・外需主導で足元は4%強の成長ペース

図表 1 ロシアの主要経済指標の推移

分類	経済指標名称	10Q3	10Q4	11Q1	1月	2月	3月
景気	実質GDP成長率(前年同期比、%)*	3.1	4.5	—	—	4.4	—
企業	主要経済活動生産指数(前年同期比、%)	2.9	6.4	—	5.3	3.9	—
	実質鉱工業生産指数(前年同期比、%)	6.4	6.5	5.9	6.7	5.8	5.3
	実質固定投資(前年同期比、%)	7.3	9.8	—	-4.7	-0.4	—
雇用	失業率(原数値、%)	6.8	6.9	7.5	7.8	7.6	7.1
家計	実質可処分所得(前年同期比、%)**	5.0	4.3	—	-5.8	-1.5	—
	財・サービス支出(前年同期比、%)**	3.9	4.4	—	3.0	—	—
	実質小売売上高(前年同期比、%)	6.0	4.1	—	0.5	3.3	—
物価	消費者物価指数(前年同期比、%)	6.2	8.1	9.5	9.6	9.5	9.5
	通貨供給量(M2期末値、前年同期比、%)	35.0	31.1	—	29.5	28.2	—
対外収支	輸出(国際収支ベース、前年同期比、%)	18.4	18.1	—	11.6	27.7	—
	輸入(国際収支ベース、前年同期比、%)	39.5	26.7	—	41.0	39.3	—
	貿易収支(国際収支ベース、億ドル)	292	364	—	149	174	—
	金外貨準備高(期末値、億ドル)	4,901	4,794	5,025	4,842	4,938	5,025
市場	為替レート(ルーブル/US\$1、期末値)	30.40	30.48	28.43	29.67	28.94	28.43
	株価指数(RTS指数、期末値)	1507.7	1770.3	2044.2	1870.3	1969.9	2044.2
	ウラル原油価格(US\$/b)	75.8	85.1	—	94.2	101.1	—

*11年2月は経済発展省推計 **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・外需主導で足元は4%強の成長。但し家計部門はインフレによる停滞続く。

昨年の猛暑の悪影響が低下し、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、昨年10月以降相対的に高い経済成長が続いている。国家統計局が発表した2010年第4四半期の実質GDP成長率は前年同期比+4.5%に達し、2010年通年の実質GDP成長率は前年比+4.0%となりました。また経済発展省が推計した2011年2月の実質GDP成長率も前年比+4.4%と、ロシアの潜在成長率（4%前後と考えられます）と比較すれば、やや高い経済成長が続いている模様です¹。

足元の成長を牽引しているのは、主に企業部門であろうと推察されます。実際、実質鉱工業生産指数は前年比5%を超えるペースで伸びており、昨年後半の成長ペースを維持しています。また、油価高騰などを受けて増勢を強めている輸出も企業部門の高成長に寄与していると考えられます。

家計部門は2月の数字を見る限り実質可処分所得・実質小売売上高²がやや改善したもの

¹ 4/20、プーチン首相は2011年第1四半期の実質GDP成長率は前年比+4.4%との見通しを示しました。尚、経済発展省による2011年1-2月期の実質GDP成長率は前年比+4.4%となっています。

² 国家統計局は4月中にも（小売売上高を実質化するための）物価指数改訂を予定しており、その結果足元の実質小売売上高が前年比2%以上上方修正されるとの見方があります。また実質小売売上高に影響を及ぼす実質可処分所得についても上方修正の可能性は否定できません。

の、昨年みられたような前年比+5%を超えるような伸びは見られません。

2010年第4四半期の実質GDP(季節調整値)の水準は既往ピーク(2008年第2四半期)を3.5%下回っており、経済活動が既往ピークの水準に戻るのは2011年末頃と考えられます。

(2) 企業：生産・輸出は堅調維持。農業生産の回復も高成長に寄与。

3月の実質鉱工業生産指数は前年比+5.3%と高い伸びを維持しました³。また(筆者季節調整値によれば)昨年9月以降輸出が前月超え基調を維持している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5参照)。

また2月の実質農業総生産も前年比+0.8%と3ヶ月連続の前年超えを維持しています。このように干ばつの悪影響が徐々に低下していることも足元の高成長に寄与していると見られます。

図表2 ロシアの実質農業総生産(前年同期比、%)

08	09	10	10Q2	10Q3	10Q4	10年12月	11年1月	11年2月
10.8	1.2	-11.9	2.3	-19.7	-8.2	0.6	0.7	0.8

＜資料＞経済発展省

(3) 雇用・家計：雇用は改善しているが、インフレによる実質所得目減りで消費停滞

3月の失業率(原数值)は7.1%と2月から0.5%改善しました。筆者季節調整値でも3月は6.4%と2月(同6.6%)から0.2%改善しています(図表4参照)。失業率は変動が激しいため単月の数字を評価することは困難ですが、雇用は改善していると考えられます。

2月の実質可処分所得は前年比▲1.5%となり、2ヶ月連続の前年割れとなっています。2010年第3・第4四半期と比較すると、その鈍化振りは明らかです。名目賃金の大幅減少を示すデータが見当たらぬことから⁴、インフレによる賃金目減りが実質可処分所得減少の原因ではないかと考えられます。2月の実質小売売上高も前年比+3.3%と2010年第3・第4四半期と比較すると伸び幅が縮小しており、実質可処分所得減少の影響が消費に波及しているようです。

(4) 物価と金融政策：3月は主要政策金利据え置き。景気・物価両睨みが続く。

中央銀行は3月25日の会合で、2ヶ月振りに主要政策金利であるリファイナンス金利(現在8.00%)を据え置く⁵一方、4/1からの預金準備率の引上げ(引上げ幅は0.5-1.0%)を決

³ 2月の実質鉱工業生産指数は前年比+5.8%の伸びを示しましたが、この伸び率を100とすると、その内39.7は輸送機器製造によるものであり、自動車生産が生産全体を牽引している模様です。尚、政府による新車購入支援は2011年第2四半期には終了するとの見方もあります。

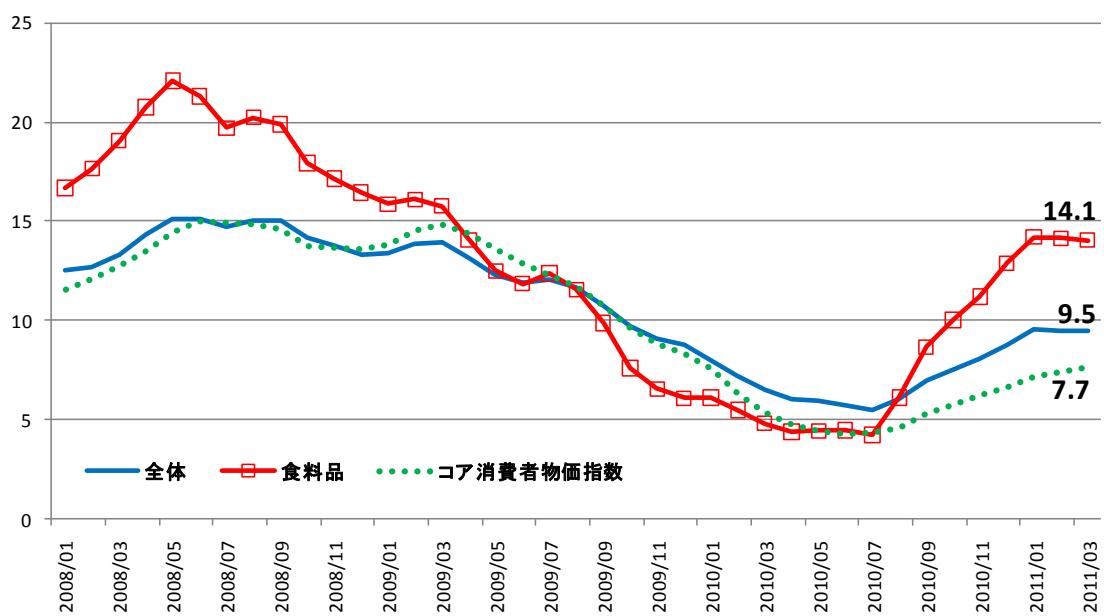
⁴ 2011年1月1日からの社会保険料率引上げ(26%⇒34%)が企業負担を増やし、賃金下押し圧力になっているとの見方もあります。尚、メドベージェフ大統領は投資促進策の一環として、社会保険料率を2012年6月1日から再び引き下げる方針を示しました。

⁵ 2/25の会合で、中央銀行は2010年7月以降据え置かれていたリファイナンス金利を0.25%引き上げました。同時に預金金利と預金準備率も引き上げました。

定しました。中央銀行は決定の理由として、①依然高いインフレ期待、②安定成長に対するリスク、③グローバル金融・商品市場の不確定性、に配慮したとしています。また中央銀行は、①干ばつによる食料価格上昇の影響低下、②昨今のルーブル高、がインフレ圧力軽減に寄与している可能性を指摘しました⁶。今後はタイムラグを伴って金融引締め⁷が物価抑制に効果を発揮するとしています⁸。

図表3の通り、足元の消費者物価指数上昇は主に昨夏以降の食料品価格上昇によるものです。しかしここにきて食料品価格上昇一服を受け、消費者物価指数全体も若干の落ち着きを見せています。

図表3 消費者物価指数の推移（前年同期比、%）



(5) 対外収支・市場：油価高騰で輸出加速、貿易黒字拡大

足元の油価上昇を受け、貿易黒字は増加基調を維持しています。また3月の金外貨準備高は5025億ドルまで増加しました⁹。

⁶ 経済発展省はインフレ圧力低減の理由として、①実質可処分所得減少に伴う内需の鈍化、②じゃがいも・野菜などに対する輸入関税の撤廃、も挙げています。

⁷ 金融引締めを受け、銀行間コール市場の翌日物金利は1月平均2.71%から2月は同2.81%に上昇しました。

⁸ 中央銀行は2011年末のインフレ目標である前年比+6.0-7.0%を維持しています。但し、これはインフレ期待抑制を通じて足元のインフレを抑制するというアウンスメント効果を狙ったものと考えられ、実現可能性は低いと考えられます。

⁹ 2月の金外貨準備高は1月比96億ドル増加しました。増加要因はドル安要因によるものが29億ドル、中央銀行によるドル買いが46億ドル、金価格上昇によるものが24億ドルです。

(6) 前期比：企業・外需主導の高成長続くが、消費・投資に停滞感

図表 4 主要経済指標：季節調整済前期・前月比（%）

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11/1	11/2	11/3
実質GDP	0.4	0.6	-0.4	3.0	-0.3	0.2	—
実質鉱工業生産指数	2.1	2.2	-0.3	1.9	0.8	0.0	**0.7
実質固定投資	-2.5	2.3	1.2	7.7	-17.1	1.7	—
実質可処分所得	2.3	-2.8	-2.5	0.3	-0.6	0.4	—
実質小売売上高	1.4	1.2	1.1	-0.2	-0.5	1.0	—
失業率*	8.0	7.6	7.4	6.7	6.9	6.6	6.4
輸出*	12.0	-4.7	-4.8	15.8	-2.4	16.3	—
輸入*	5.2	7.6	7.9	3.6	11.2	4.1	—
貿易収支(億ドル)*	468	379	284	408	132	184	—

<資料> 経済発展省

*筆者季節調整値 **国家統計局公表値

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 4 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。

2010 年第 4 四半期の高成長（実質 GDP は前期比+3.0%）の直後にもかかわらず、2011 年 1 月の実質 GDP 低下は前月比▲0.3%にとどまり、2011 年 2 月は前月比+0.2%と再び成長に転じています。ロシア経済全体としては、比較的高い成長が続いているといってよいでしょう。

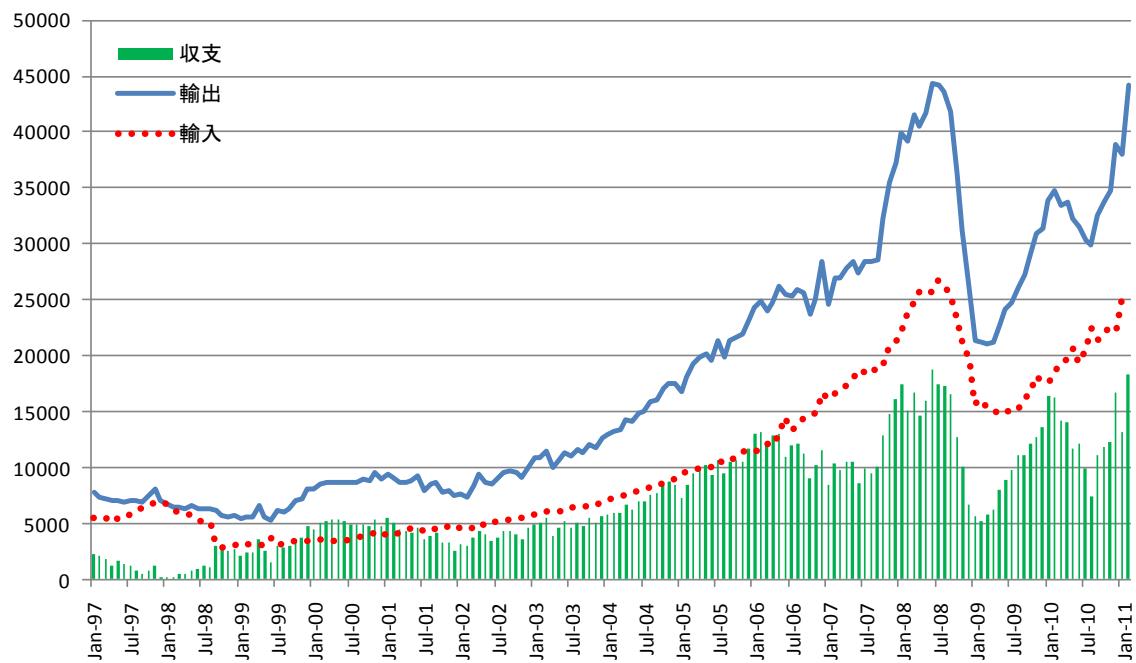
成長を牽引しているのは企業・外需と考えられます。前月超えを続ける実質鉱工業生産指数がそれを裏付けています。

一方、2 月の実質可処分所得は前月比+0.4%となり、1 月の落ち込み（同▲0.6%）を取り戻せていません。2 月の実質小売売上高は前月比+1.0%とプラスに転じましたが、10Q4 以降停滞感が目立っており、2 月の数字を以って個人消費が増勢に転じたと判断するのは早計でしょう。

実質固定投資は 1 月に大きく落ち込んだ上、2 月の回復も限定的です。ロシア経済が企業主導で比較的高成長を続けている中、実質固定投資の弱さは説明が困難です。一部には統計の技術的な問題を指摘する声もあります。

昨年 9 月以降、油価高騰などを受けて輸出は増勢に転じています（図表 5 参照）。貿易黒字も拡大しています。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 年通年を占う上で明るい材料と言えるでしょう。但し、油価高騰はロシアの資源依存構造を強め、構造改革インセンティブを低下させるため、長期的にはマイナス要因であるとも言えます。

図表 5 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：

「ジョークで読むロシア」（菅野沙織 著、日本経済新聞出版社）

著者の菅野沙織はモスクワに生まれ、日本に帰化したエコノミストです。これまでにも多くのエッセイを発表しており、いずれも非常に楽しく、且つ現代ロシアの状況がリアルに伝わってくる内容となっています。

本書の特徴は、ロシアンジョーク（アネクドート）に絡めて、今日のロシア政治・社会・経済について語っている点にあります。アネクドートはオブラーートに包んで本音を語るツールとされ、言論の自由が制限された旧ソ連時代からとても盛んでした。もっともロシアの歴史や文化を深く理解しないと笑えないアネクドートも多く、通訳に困った日本人も多かったと聞いています。

本書はエッセイではありますが、所々に著者独特的の鋭い指摘が含まれています。例えばプーチンの評価ですが、私も含めロシアウォッチャーの一部は「プーチン＝油価高騰に恵まれたラッキーボーイ」と考える傾向があります。これに対し著者は、油価高騰による利益が国益につながるスキームを構築した点において、プーチンの功績を認めています。

また初めて知る話として、モスクビッチ（ソ連の大衆乗用車）が戦前のオペルのコピーだったということがあります。また新生ロシア初期に活躍し、2009年に53歳の若さで亡くなった経済学者・ガイダルと著者の出会いのエピソードは心温まるもので、あまり知られなかったガイダルという人物の謙虚さや素晴らしい人柄を知ることができました。

また最近のルシコフ・モスクワ市長更迭と、その後任人事（ソビヤーニン前大統領府長官がモスクワ市長に就任）について、著者はプーチン首相が大統領返り咲きを狙った布石

であると分析しています。

このように本書も含め、菅野女史の一連のエッセイは読んで楽しく、ためになるものばかりです。ただ、一点だけ気になるのは、エッセイの中で語られる著者のロシアに関する記述が、モスクワの上流階級に偏り過ぎているのではないか、という点です。これは著者がモスクワ出身であり、且つ金融業界に身を置いていることから仕方ないとも思われます。ただ、ロシアは未だ多くの日本人にとっては未知の国ですから、その国を紹介するにあたっては、もう少し地方や中流階級にも目配りした方が読者の誤解を招かないのではないかでしょうか。著者はモスクワのみならず、シベリアなどにもよく出張しているようなので、今後は一層バランスのとれたエッセイを発表してくれるものと大いに期待しています。

以上

担当	シニア・アナリスト 榎本 裕洋	TEL 03-3282-7582 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。