

ロシアレポート #17

5 月は内需堅調で成長回復、輸入増加で貿易黒字縮小

2011/7/19

1. 主要経済指標の推移：5 月は投資・消費堅調で成長回復、輸入増加で貿易黒字縮小

図表 1 ロシアの主要経済指標の推移¹

分類	経済指標名称	10Q3	10Q4	11Q1	3月	4月	5月
景気	実質GDP成長率(前年同期比、%)*	3.1	4.5	4.1	—	3.3	3.8
企業	主要経済活動生産指数(前年同期比、%)	2.9	6.4	4.3	3.3	3.0	3.3
	実質鉱工業生産指数(前年同期比、%)	6.4	6.5	5.9	5.3	4.5	4.1
	実質固定投資(前年同期比、%)	5.3	11.1	-0.8	-0.3	2.2	7.4
雇用	失業率(原数値、%)	6.8	6.9	7.5	7.1	7.2	6.4
家計	実質可処分所得(前年同期比、%)	4.5	2.1	-2.6	-3.0	-3.2	-7.0
	財・サービス支出(前年同期比、%)*	3.9	4.5	4.5	4.5	5.2	4.7
	実質小売売上高(前年同期比、%)	8.4	7.4	5.0	5.1	5.6	5.5
物価	消費者物価指数(前年同期比、%)	6.2	8.1	9.5	9.4	9.6	9.6
	通貨供給量(M2期末値、前年同期比、%)	35.0	31.1	26.5	26.5	24.5	22.6
対外収支	輸出(国際収支ベース、前年同期比、%)	18.4	18.1	23.8	28.8	37.6	40.0
	輸入(国際収支ベース、前年同期比、%)	39.5	26.7	41.9	43.0	40.9	44.2
	貿易収支(国際収支ベース、億ドル)	292	364	494	169	191	166
	金外貨準備高(期末値、億ドル)	4,901	4,794	5,025	5,025	5,240	5,211
市場	為替レート(ルーブル/US\$1、期末値)	30.40	30.48	28.43	28.43	27.50	28.07
	株価指数(RTS指数、期末値)	1507.7	1770.3	2044.2	2044.2	2026.9	1888.6
	ウラル原油価格(US\$/b)	75.8	85.1	102.3	111.6	119.7	112.0

*月次は経済発展省推計 **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：5 月は投資・消費堅調で実質 GDP 成長率拡大

経済発展省が推計した **2011 年 5 月の実質 GDP 成長率は前年比+3.8%と水準は高いものの、4 月の同+3.3%からは成長が拡大しました。**

企業部門では実質鉱工業生産指数が 5 月は前年比+4.1%とまずまずの水準を維持しました。また 5 月の実質固定投資は前年比+7.4%と 2 ヶ月連続の前年超えとなりました。

家計部門では実質可処分所得が減少しているものの、5 月の実質小売売上高は前年比+5.5%と比較的高い成長を維持しました。

2011 年第 1 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 3.1%下回っており、経済活動が既往ピークの水準に戻るのには 2011 年末頃と考えられます。

(2) 企業：鉱工業生産は堅調。2011 年 1-5 月の投資は前年比+2.0%。農業は減速。

5 月の実質鉱工業生産指数は前年比+4.1%と堅調を維持しました。内訳は製造業が前年比+5.0%、鉱業が同+2.1%、インフラが同+2.3%となっています。また実質鉱工業生産指数全体の伸び (前年比) に対する輸送機器製造 (自動車生産など) の寄与率は24.9%と、引き続き大きなものとなっています。

¹ 6 月の実質鉱工業生産指数は前年同月比+5.7% (国家統計局によれば前月比は 5 月+0.5%⇒6 月+0.7%) と増勢が強まりました。また 6 月の消費者物価指数は前年同月比+9.4%となりました。

5月の実質固定投資は前年比+7.4%と2ヶ月連続の前年超えとなりました。これにより2011年1-5月累計の固定投資は前年比+2.0%の前年超えとなりました。但し住宅建設は引き続き弱く、前年比▲7.7%と落ち込みました。

5月の実質農業総生産は前年比+0.3%と6ヶ月連続の前年超えを維持していますが、徐々に減速しています。経済発展省によれば、5月の実質農業総生産は前月比▲0.3%に落ち込みました。尚、7/1現在の播種面積は、春播穀物・豆類が前年同日比+8.5%、てんさいが同+8.1%、ひまわりが同+12.2%、野菜が同+4.0%、じゃがいもが同▲0.9%となっています。

図表 2 ロシアの実質農業総生産（前年同期比、%）

08	09	10	10Q3	10Q4	11Q1	11年3月	11年4月	11年5月
10.8	1.2	-11.9	-19.7	-8.2	0.7	0.7	0.4	0.3

<資料>経済発展省

(3) 雇用・家計：所得減少するも、消費性向・ローン拡大で消費は堅調維持。雇用改善。

5月の失業率（原数値）は6.4%と4月から0.8%改善しました。筆者季節調整値では5月は6.6%と4月（同6.9%）から0.3%改善しています（図表4参照）。

5月の実質可処分所得は前年比▲7.0%となり、5ヶ月連続の前年割れとなっています。また2011年1-5月累計では前年比▲3.7%も落ち込んでいます²。一方、5月の実質小売売上高は前年比+5.5%と堅調を維持しました。内訳では乗用車販売が全体を牽引しています。昨今の堅調な消費は、消費性向（可処分所得に対する支出の割合³）の上昇と消費者ローンの拡大に支えられている模様です。実質可処分所得が減少を続ければ、いずれ実質小売売上高も減少に転ずるはずですが、選挙前の財政支出拡大や労働市場のひっ迫で賃金の一層の低下は回避される、との見方もあります。

(4) 物価と金融政策：景気悪化リスクを重視し、金利据え置きを継続

6月30日、中央銀行は、主要政策金利であるリファイナンス金利（現在8.25%）を据え置くことを決定しました。同時に、現在の金利水準は今後数ヶ月に亘ってインフレと経済成長のバランスを維持できるとし、今後数ヶ月に亘って金利を据え置くことを示唆しました。

中央銀行は、インフレ率は前月比では相対的に落ち着いているとする一方、5月の経済指標は安定的成長に対するリスクの残存を示す、と指摘しました。またクレジットの拡大・消費性向の低下は経済活性化と同時にインフレリスクにもなり得る、と指摘しました。

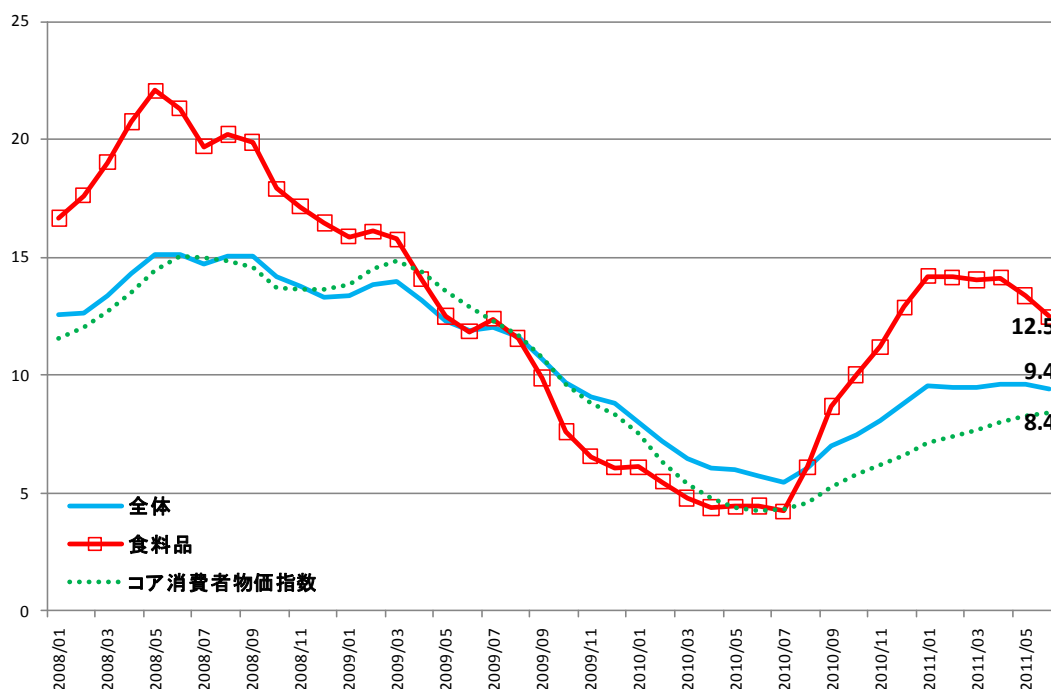
図表3の通り、昨今の消費者物価指数上昇は主に昨夏以降の食料品価格上昇によるもの

² 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。選挙対策と考えられますが、賃金上昇を招き、インフレ圧力を高める恐れがあります。

³ その結果、5月の貯蓄性向は7.5%まで低下しました（経済発展省報告）。これはリーマンショック以降では最低の水準です。

です。しかしここに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。6月の食料品価格は前年比+12.5%まで減速しました。また金融政策は一定のタイムラグを置いて効果を発揮するため、中央銀行には今年2月以降の一連の利上げの効果を見極めたいという思惑もあるでしょう。但し、(中央銀行の見解とは若干異なりますが) ロシアの内需は今のところ⁴総じて堅調で、その結果図表3の通りコア消費者物価指数(食料品・燃料・公定価格などを除いた物価基調を示す指数)は上昇を続けており、年内に再び利上げを迫られる可能性は排除できません。また選挙に向けた財政支出拡大があれば、その可能性は一層高まります。

図表 3 消費者物価指数の推移(前年同期比、%)⁵



(5) 対外収支・市場：内需拡大を受け輸入急増し、貿易黒字縮小

足元の油価高止まりを受け、輸出は増勢を維持していますが、堅調な内需を反映して輸入も急増しており、5月の貿易黒字は縮小しました。

貿易黒字縮小の一方で、米国景気減速・金融緩和長期化観測などを受けて、ルーブルの対ドルレートは28ルーブル/US\$1を挟んで一進一退の動きとなっています。

5月の金外貨準備高は前月比約29億ドル減少しました。その内訳は、為替変動要因が▲68.3億ドル、中銀のドル買い要因が+45億ドル、金の増価要因が+2.3億ドル、その他要因が▲8億ドル、となっています。

⁴ 無論、金融政策は足元の経済状況だけでなく、将来の経済見通しにも左右されます。

⁵ グラフは直近の2011年6月までのデータを反映しています。

(6) 前期・前月比：5月は生産・消費・投資いずれも堅調維持で実質 GDP 改善

図表 4 主要経済指標：季節調整済前期・前月比 (%) ⁶

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11/1	11/2	11/3	11/4	11/5
実質GDP	0.9	0.6	0.1	2.8	1.0	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.4
実質鉱工業生産指数	2.1	2.2	-0.3	1.9	1.5	0.8	0.0	0.7	0.3	0.5
実質固定投資	-2.5	2.3	1.2	7.7	-15.2	-17.1	1.7	1.5	5.3	4.3
実質可処分所得	2.3	-2.8	-2.5	0.3	-0.1	-0.6	0.4	-1.8	-0.6	-4.0
実質小売売上高	2.6	2.3	1.8	0.2	0.6	-0.4	0.8	0.0	0.7	0.6
失業率*	8.0	7.6	7.4	7.1	6.7	6.9	6.7	6.4	6.9	6.6
輸出*	12.0	-4.8	-4.5	15.7	16.9	-2.5	17.7	-3.8	8.7	-5.3
輸入*	4.9	6.9	8.5	4.1	17.4	12.3	4.2	4.7	2.5	1.9
貿易収支(億ドル)*	469	381	287	406	472	129	186	157	187	157

<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 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。

5月の実質 GDP 成長率が前月比+0.4%に拡大しました。経済発展省によれば、GDP にプラスに寄与したのは、鉱工業生産・建設・小売です。所得減少にも関わらず、投融資など内需成長が続いています。

2011 年 5 月の実質鉱工業生産指数は前月比+0.5%に拡大しました。内訳をみると、製造業は 5 月前月比+0.6% (2 月同▲0.4%、3 月同+1.0%、4 月同+0.6%)、鉱業は 5 月同+0.5% (2 月同横ばい、3 月同+0.4%、4 月同▲0.6%)、インフラは 5 月同+0.2% (1 月同▲0.6%、2 月同+1.1%、3 月同+0.2%、4 月同+0.3%) となっています。実質固定投資は 5 月は前月比+4.3%と増勢を維持しています。

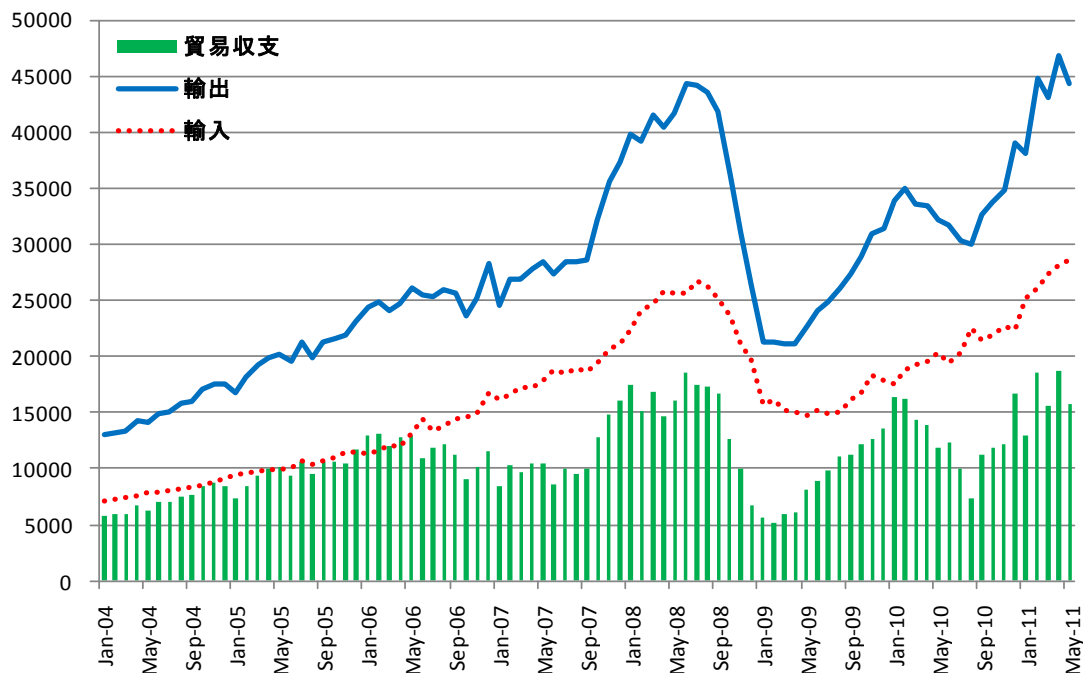
2011 年 5 月の実質可処分所得は前月比▲4.0%となり、減少が続いています。一方、実質小売売上高は増勢を維持しており、その結果、貯蓄率が低下していることは先述の通りです。消費の拡大は、消費性向・ローンの拡大に依存したものと考えられますが、所得減少が続く中で消費拡大がどこまで続くのか、注視する必要があります。

失業率(筆者季節調整値)は 5 月は 6.6%と前月比 0.3%低下しました。

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)。但し足元では堅調な内需を反映して輸入が増加しており、貿易黒字は頭打ちとなっています。

⁶ 影を付けた部分は経済発展省が 4 月の月報で公表した数字です。

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. 伸び悩む固定投資

図表 6 主要需要項目別実質 GDP の推移（08 年価格、10 億ルーブル）

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
GDP	10431	10547	10460	10012	9573	9433	9591	9714	9861	9919	9925	10142	10234
個人消費	4835	4941	5059	5107	4820	4675	4720	4785	4820	4870	4917	4965	5052
固定投資	2258	2308	2259	2154	2050	1936	1932	1917	1972	2030	2024	2067	2018
政府支出	1811	1839	1845	1852	1832	1843	1843	1867	1875	1877	1869	1868	1877
輸出	3313	3297	3286	2978	2986	3059	3157	3177	3501	3233	3276	3351	3440
輸入	2182	2337	2422	1999	1466	1502	1577	1665	1745	1872	1994	2102	2199

<資料> 国家統計局

図表 7 主要需要項目別実質 GDP の推移（08Q1=100）

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
GDP	100	101	100	96	92	90	92	93	95	95	95	97	98
個人消費	100	102	105	106	100	97	98	99	100	101	102	103	104
固定投資	100	102	100	95	91	86	86	85	87	90	90	92	89
政府支出	100	102	102	102	101	102	102	103	104	104	103	103	104
輸出	100	100	99	90	90	92	95	96	106	98	99	101	104
輸入	100	107	111	92	67	69	72	76	80	86	91	96	101

<資料> 国家統計局

図表 6、図表 7 は 2008 年以降の実質 GDP（需要項目別）の推移を示したものです。図表 6 は 2008 年基準価格、図表 7 は 2008 年第 1 四半期を 100 として指数化したものです。図表 7 によれば、需要項目別で見た場合、回復が最も遅れているのは固定投資です。ロシアは様々な問題を抱える国ですが、筆者はそれらの問題の根底にあるのは実はこの固定投資不足であると考えています。例えばロシアのインフレ率は相対的に高水準にあります。これは投資不足に伴う生産性の低さに起因するものとも考えられます。具体的にはモスクワなどではホテルが相対的に少ないため宿泊料金が高止まりしています。また道路不足に伴う慢性的な交通ラッシュも様々な経路を通じて物価を押し上げているはず。固定投資主導型の経済成長が続く中国でも現在インフレ圧力が高まっていますが、それでもせい

ぜい前年比 5%台にとどまっている（一方、ロシアは 9%台）ことを考えれば、固定投資の重要性はお分かり頂けると思います。

固定投資が伸びない原因は色々考えられます。例えば、①金融システムが未熟で資金調達が困難、②政治・社会が不安定で先行き見通しが困難、③（外国からの投資の場合）ロシアそのものに対する不信感、④（政府投資の場合）過去の財政破綻の反省に基づく過度な緊縮財政、などが考えられます。

現在、メドベージェフ大統領は投資促進を進めていますが、おそらく大統領の頭の中にも同様の問題意識があると思います（プーチン首相も大統領時代に年次教書演説で投資の重要性を力説していました）。固定投資をどこまで増やせるかにロシアの未来がかかっていると筆者はみています。

3. こんな本を読みました：

「自由市場の終焉—国家資本主義とどう闘うか」(I.ブレマー著、日本経済新聞出版社)

我々ビジネスパーソンにとって BRICs の重要性は日々高まっていますが、その中でも中国とロシアについては西側との価値観の違いが目立ちます。従い、これらの国でビジネスを行うならば、この価値観の違いをいかに克服するかを考える必要があります。筆者も日々その方法を考えているのですが、そんな時この本のタイトルにある「国家資本主義とどう闘うか」という言葉に惹かれて本書を手に取りました。

著者のイアン・ブレマー氏は旧ソ連の専門家にして、著名シンクタンク（ユーラシアグループ）のトップです。本書全体を貫いているのは、「自由市場の終焉」というタイトルに反して）同氏の自由市場に対する信奉でしょう。ブレマー氏が強調しているのは、「国家資本主義は長続きしない。なぜなら人々の支持を得られないシステムだからである。」という点です。そして国家資本主義を掲げる国家同士が結束できない（例えば中国とロシア）ことも国家資本主義の弱点である、としています。国家資本主義の根底に「ゼロサムゲーム」的発想があるため、と著者は指摘しています。また自由市場経済では常に破壊と創造による新陳代謝が起こっていますが、国家資本主義が（政権維持のため過度に国民に対して責任を負うため）破壊を容認できないことも、国家資本主義の発展を阻害しているとしています。更に中国に見られるように、国家資本主義とインターネットとの相性の悪さも指摘しています。また国家資本主義に近いかつての重商主義がいかに滅んだかなど、歴史的教訓もたくさん散りばめられています。

このようにシンプルながら大いに納得できる論拠に基づき国家資本主義の限界を示す本書ですが、肝心の国家資本主義といかに闘うかについてはやや迫力不足の感が否めません。著者が示す具体的方法は、①自由市場経済の雄である米国の地位を保つこと、②イノベーションで国家資本主義に優ること、などで、あまり目新しいものではありません。しかし、②は、所詮国家資本主義は「量の経済」であり、それを凌駕するには「質の経済」が重要であるということを示唆しているのかも知れません。

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。