

ロシアレポート #22

経済は依然堅調で通年では 4.2~4.5%成長。但し引き続き要警戒。 2011/12/09

1. 主要経済指標の推移：豊作もあり依然ロシア経済は堅調。2011 年通年では 4.2~4.5%の成長か。但し引き続き警戒が必要。

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	11Q1	11Q2	11Q3	8月	9月	10月
景気	実質GDP成長率(前年同期比、%)*	4.1	3.4	4.8	—	—	5.6
企業	主要経済活動生産指数(前年同期比、%)	4.3	3.5	6.5	6.5	7.2	7.5
	実質鉱工業生産指数(前年同期比、%)	5.9	4.8	5.1	6.2	3.9	3.6
	実質固定投資(前年同期比、%)	-0.8	5.0	7.7	6.5	8.5	8.6
	失業率(原数値、%)	7.5	6.6	6.2	6.1	6.0	6.4
家計	実質可処分所得(前年同期比、%)	-0.2	-2.0	1.6	1.6	2.9	0.4
	財・サービス支出(前年同期比、%）**	7.9	6.8	6.9	7.7	8.6	—
	実質小売売上高(前年同期比、%)	5.0	5.8	7.6	7.8	9.2	8.8
物価	消費者物価指数(前年同期比、%)	9.5	9.5	8.1	8.2	7.2	7.2
	通貨供給量(M2期末値、前年同期比、%)	26.5	22.7	21.5	20.9	21.5	19.8
対外収支	輸出(国際収支ベース、前年同期比、%***)	23.8	38.4	34.2	40.1	27.4	29.3
	輸入(国際収支ベース、前年同期比、%***)	41.9	41.5	24.1	25.5	16.9	18.4
	貿易収支(国際収支ベース、億ドル)***	494	529	461	147	163	157
	金外貨準備高(期末値、億ドル)	5,025	5,245	5,168	5,450	5,168	5,256
市場	為替レート(ルーブル/US\$1、期末値)	28.43	28.08	31.88	28.86	31.88	29.90
	株価指数(RTS指数、期末値)	2044.2	1906.7	1341.1	1702.3	1341.1	1563.3
	ウラル原油価格(US\$/b)	102.3	114.6	112.5	109.6	112.6	108.7

*10月は経済発展省推計、それ以外は国家統計局公表値(国家統計局公表値が公式数値) **四半期は年初からの累計

***10月は経済発展省推計、その他は中央銀行

<資料> 国家統計局、経済発展省、中央銀行、RTS

(1) 景気：豊作もあり依然ロシア経済は堅調。2011 年通年では 4.2~4.5%の成長か。

経済発展省が推計した **2011 年 10 月の実質 GDP 成長率は、豊作により、前年比+5.6%に達しました** (因みに 2010 年通年の実質 GDP 成長率は前年比+4.0%)。同じく経済発展省が推計した **2011 年 1-10 月累計の実質 GDP 成長率は前年比+4.3%となりました**。経済発展省は **2011 年通年の実質 GDP 成長率を 4.2%、そして 2011 年上半期の卸売部門データの上方修正を考慮した場合は最大 4.5%と予測しています**。

企業部門では、実質鉱工業生産指数が 10 月は前年比+3.6%と 9 月 (同+3.9%) 並みの伸びを維持しました。10 月の実質固定投資は前年比+8.6%と高い伸びを維持しました。

家計部門では実質可処分所得が 10 月は前年比+0.4%と 5 ヶ月連続の前年超えとなりましたが**減速は明らかです**。10 月の**実質小売売上高は前年比+8.8%と 9 月 (同+9.2%) 比減速**しました。

2011 年第 2 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 2.7%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。

尚、今後は下院選で大幅に議席を減らした与党・統一ロシアによる人気取りのための財政支出拡大が予想されますが、短期的な景気維持の観点から見れば案外良いタイミングか

¹ 11 月の消費者物価指数は前年同月比+6.8%と更に減速しました。

も知れません。

(2) 企業：10月は生産・投資とも堅調。農業生産は前年の反動増＋豊作で前年比5割増。

10月の実質鉱工業生産指数は前年比+3.6%と9月（同+3.9%）並みの伸びを維持しました。内訳を見ると、鉱業は前年比▲0.3%、製造業は同+5.7%、インフラは同▲2.2%となりました。実質鉱工業生産指数全体の伸びを100とすると、製造業の寄与は109.5に達し、うち輸送機器が36.7、冶金・金属製品が31.7と大きく寄与しました。また新車購入支援終了の影響も顕在化していません²。

10月の実質固定投資は前年比+8.6%と7ヶ月連続の前年超えとなりました。経済発展省は実質固定投資の2011年通年の増加率を前年比6%以上と予測しています。但し実質固定投資に影響を与える企業収益は、2011年1-9月は前年比+20.1%と、同年1-8月の同+33.2%から悪化しています。

図表 2 ロシアの実質農業総生産（前年同期比、%）

08	09	10	11Q1	11Q2	11Q3	11年8月	11年9月	11年10月
10.8	1.4	-11.3	0.7	0.6	16.5	14.4	29.5	51.8

<資料>国家統計局

10月の実質農業総生産は前年比+51.8%と11ヶ月連続の前年超えとなりました。昨年10月が前年比▲3.7%とそれほど落ち込まなかったことを考えると、10月の伸びは単なる反動増ではなく豊作によるものと考えられます。11/9に公表された米農務省の需給予測によれば、今年度のロシアの小麦生産は5,600万トンと予測されており、これは2001-2010年平均4,860万トンを上回る数字です（干ばつに見舞われた2010年度実績は4,151万トン）。農業は年後半の実質GDP成長率（前年比）を押し上げる要因と考えられます。

(3) 雇用・家計：消費・雇用・所得とも若干の陰り。消費の持続性に注意。

10月の失業率（原数値）は6.4%と9月から0.4%悪化しました。筆者季節調整値でも10月は6.8%と9月（同6.7%）から0.1%悪化しました（図表5参照）。

10月の実質可処分所得は前年比+0.4%となり、5ヶ月連続の前年超えとなりましたが、9月（同+2.9%）と比較すると減速しています。経済発展省は実質可処分所得の2011年通年の伸びを前年比+0.3%と予測しています。そして10月の実質小売売上高は前年比+8.8%と大幅な伸びとなりましたが、9月（同+9.2%）と比較するとやや減速しました。10月の乗用車販売は前年比+27%となり、9月の前年比+26%並みの伸びを維持しています³。昨今の堅調な消費は、主に消費性向（可処分所得に対する支出の割合）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。加えて食料品価格低下による実質所得の増加や、ルーブル安による輸入品価格上昇を見越した買い急ぎもあると考えられます。但し、10月は貯蓄

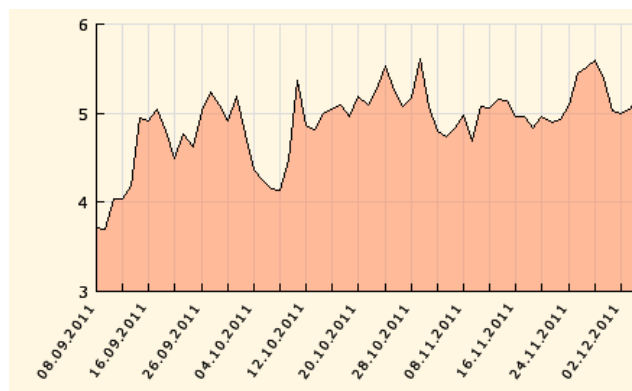
² 筆者季節調整値によれば、10月の乗用車生産台数は15.4万台と3ヶ月連続の前月超えとなりました（6月14.1万台、7月13.8万台、8月14.8万台、9月15.3万台）。

³ 発行済みで未使用の新車購入支援証明書がまだ市中に残っており、そのため新車購入支援終了の影響が緩やかであると考えられます。

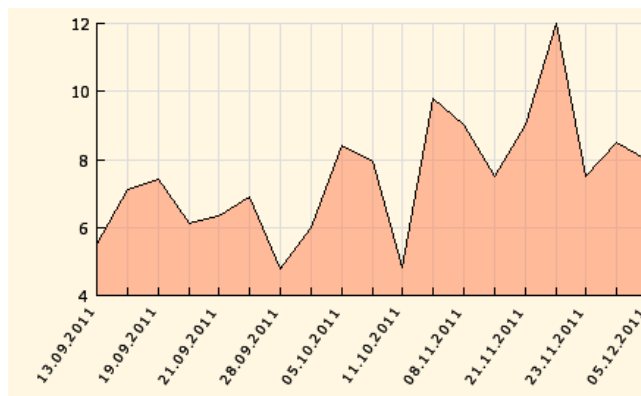
率が0.3%上昇しています。また、2011年1-10月の消費者ローン増加率は26.7%と前年同期の同+10.2%を大きく上回っていますが、足元では消費者ローンの伸びは減速しています。世界経済の減速を受けて、個人消費がどこまで堅調を維持するか、要注目です。経済発展省は2011年通年の実質小売売上高を前年比+6.6%と予測しています。

(4) 物価と金融政策：金利据え置き継続。但し今後の金融政策については自由度確保。

図表 3 ロシアの短期金利の推移 (MIACR⁴1 日物、%、資料は CBONDS 社サイト⁵)



図表 4 ロシアの長期金利の推移 (MIACR181 日～1 年物、%、資料は CBONDS 社サイト)



11月25日の会合で中央銀行は、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。現在の金利水準はインフレと経済成長のバランスを維持できるとする一方、先月まで用いられた「今後しばらく（ближайшее время）」⁶という文言が削除され、金融政策の自由度確保を目指す動きが見られました。

物価について中央銀行は、食料品価格低下によるインフレ抑制効果が10月末頃には消失したとしました。一方、10月の若干のルーブル増価はインフレ抑制に効果を発揮するとしています。また足元の金融セクターにおける流動性低下も中長期的にインフレ圧力を抑制

⁴ Moscow Interbank ACtual Rate

⁵ http://www.cbonds.info/rus/index/index_detail/group_id/19

⁶ 9月14日の会合で、従来の「今後数ヶ月（ближайшие месяцы）」という文言を、よりあいまいな「今後しばらく（ближайшее время）」に変更し、リファイナンス金利据え置き期間が従来予想よりも長期化することを示唆しました。

するとしています。

また景気はますますの状態であるとしながらも、先月と比較すればやや悲観的な評価となっています。

そして最後に中銀は国内金融市場、特に金利やその影響、加えて海外経済についてモニタリングを続けるとしています。

筆者の印象としては、インフレリスクよりも景気悪化リスクを重視する印象が感じられ、次の一手としては金融緩和の可能性が高い（そのために政策自由度を確保）と考えます。

尚、翌日物レポ金利・翌日物預金金利いずれもそれぞれ 5.25%・3.75%にて据え置かれました⁷。

(5) 対外収支・市場：10月は輸出・輸入とも再加速。足元では株・通貨は再び軟化。

10月（数字は経済発展省推計）は輸出・輸入とも伸び幅が拡大しましたが、貿易収支は前月比やや縮小しました。エネルギー省によれば、10月は石油の輸出量は前年比+5.9%、天然ガスの輸出量は同▲13.5%、石炭の輸出量は同▲1.1%です。1-10月累計で見ると、天然ガスの輸出量は前年比+10.1%、石油の輸出量は同▲3.2%、石炭の輸出量は同▲6.6%となっています。

世界景気減速・欧州財政問題顕在化の影響を受けている金融市場ですが、ルーブルの対ドルレートは12月8日現在 31.26 ルーブル/US\$1 と直近最安値（10/4 の 32.73 ルーブル/US\$1）からはやや持ち直していますが、12月に入ってからはいじりじりとルーブル安に動いています。株価は12月に入ってから持ち直していたものの、下院選後の混乱を嫌気して12月7日現在 1,467.69pt（RTS 指数、終値）となっています。

10月の外貨準備は前月比 88 億ドル増加しました。うち 84.3 億ドルはドルに対する他通貨の増価による増加で、金の値上がりによる増加は 42.4 億ドルです。一方、ドル売りによる減少は 50 億ドルでした。

⁷ 9月14日の会合では銀行間短期金利の上昇に対応すべく、翌日物レポ金利を 0.25%pt 引き下げ 5.25%とする一方、翌日物預金金利は 0.25%pt 引き上げて 3.75%に設定しました。

(6) 前期・前月比：豊作もあり依然ロシア経済は堅調。但し引き続き警戒が必要。

図表 5 主要経済指標：季節調整済前期・前月比 (%) ⁸

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11/8	11/9	11/10
実質GDP	1.2	0.9	-0.1	2.4	1.0	0.5	1.0	0.4	0.4	0.9
実質鉱工業生産指数	2.1	2.2	-0.3	1.9	1.5	1.3	0.7	0.4	-0.3	0.8
実質固定投資	-2.5	2.3	1.2	7.7	-15.2	10.3	1.7	0.5	1.8	5.1
実質可処分所得	2.3	-2.8	-2.5	0.3	0.1	-2.9	1.8	0.1	0.8	-0.6
実質小売売上高	2.7	2.4	1.4	0.3	0.6	1.5	2.3	1.4	0.6	0.2
失業率*	8.0	7.6	7.3	7.0	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.8
輸出*	10.9	-4.5	-1.8	13.2	15.4	7.7	-3.8	-0.8	0.1	3.5
輸入*	3.6	6.7	9.7	4.9	15.0	6.3	-2.7	0.1	-5.9	3.1
貿易収支(億ドル)*	460	378	304	397	461	506	478	153	169	176

<資料>経済発展省

*筆者季節調整値。輸出・輸入・貿易収支につき9月は経済発展省推計、その他は中央銀行。

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。

10 月は実質 GDP 成長率が前月比+0.9%となり、9 月よりも成長を加速させました。農業が最もプラスに寄与しています（経済発展省資試算では農業は前月比+23.6%の成長）。また製造業、建設、小売もプラスに寄与しています。

10 月の実質鉱工業生産指数は前月比+0.8%と再び前月超えに転じました。国家統計局が別途算出した 10 月の実質鉱工業生産指数（季節調整済み）も同じく前月比+0.8%となっています。経済発展省が公表した内訳は、鉱業が前月比▲0.2%（6 月同▲0.1%、7 月同▲0.1%、8 月同横ばい、9 月同▲0.3%）、製造業同+1.5%（9 月同▲0.2%）、インフラ同▲1.5%（9 月同▲0.7%）となっており、輸出向け資源生産が減速している模様です⁹。輸出の割合が高い産品については、燃料産出は 8 月横ばい、9 月▲0.1%、10 月▲0.4%、木材・同製品は 8 月+0.9%、9 月▲1.3%、10 月▲0.9%、化学製品は 8 月+1.2%、9 月▲2.5%、10 月▲0.2%、となっています。一方、国内の投資好調を反映して機械生産は堅調を維持しているようです。しかし世界経済の減速を考慮すれば、ロシアの生産についても楽観が許されない時期と思われれます。

実質固定投資は 10 月は前月比+5.1%と大幅に拡大しました。住宅を含む建設が大幅に改善しました。

10 月の実質可処分所得は前月比▲0.6%と減速しました。9 月（同+0.8%）に対する反動減とも考えられますが、後述の通り失業率もわずかに悪化しているため、雇用・所得環境の悪化には注意を払うべきでしょう。実質小売売上高も前月比+0.2%とプラスは維持したものの、3 月以降では最も低い伸びとなり、減速が明らかです。失業率（筆者季節調整値）は

⁸ 影をつけた部分は経済発展省が過去に公表した数値で、同省内部でその後改訂されている可能性があります。

⁹ 10 月の輸出改善は金額ベースであるため、鉱業生産に見られる数量減少が反映されていないようです。

10 月は 6.8%と前月比 0.1%悪化しました。

10 月の輸出は 2 ヶ月連続の前月超えとなりました。また 10 月の輸入は 2 ヶ月振りの前月超えとなりました¹⁰。貿易収支は 9 月よりも拡大し、176 億ドルとなりました。

2. プーチンは本当に独裁者なのか？

師走に入り急に忙しくなりました。本レポートも今月はあまり多くの内容を盛り込めませんでした。ただ、忙しい中でも一言触れておきたいのが、先日のロシア下院選挙です（本来、政治についてはコメントを控える立場ではありますが・・・）。世界中のマスコミが「プーチン独裁体制に陰り」といった旨の報道をしています。確かに政治は経済と比べれば主観的な見方が可能で、そのような評価もありえるでしょう。しかしこれらの報道に対して筆者は少しばかり違和感をおぼえています。

なぜなら、筆者はプーチン政権は必ずしも独裁ではないと考えているからです。プーチン政権の動きを少し注意深くみれば分かることですが、エリツィンと比較してプーチンは極めて注意深く有権者に配慮した行動をとってきたと思います。公務員給与や年金の引き上げ、そして何よりもエリツィン時代と比較して緩やかな改革テンポは有権者、特に高齢者や地方住民に配慮したものです。また戦闘機を操縦したり、虎を仕留めたりといったパフォーマンスも有権者の目を意識したもので、独裁者がとるような行動とは思えません。

そもそもプーチン自身がソ連解体を目の当たりにしているわけですから、独裁の難しさや民意の恐ろしさはよく分かっているはずです。おそらく上記のような行動はそのような経験に基づくものと思われます。

このような考え方は今年 3 月筆者がハバロフスクを訪問した際一層強まりました。アムール川の川岸を散歩していると、新しいピンク色の建造物がありました。何かと思って近づいて見ると、与党・統一ロシアの陳情受付所でした。「案外ロシアの政治もドブ板だな」と思った次第です。

今後ロシアがどのような道を進むかはロシア人自身が決めることです。しかし私自身は今回の混乱が急進的過ぎる改革に向かわないことを願っています。なぜなら、ソ連建国時もソ連解体時も、ロシア人はあまりにも拙速過ぎたという印象があるからです。今回の選挙の結果を受けてロシア人は清算主義に走るよりも、現政権の残すべきところは残し、改善すべき点はしっかり改善するといった現実的な対応をすべきだと思っています。そして政権は国民のニーズを把握しなおし（広大で格差の大きいロシアでは難しいことですが）、国民に歩調を合わせていくことが必要と思われます。

以上

¹⁰ 10 月の貿易金額（季節調整値）は経済発展省推計値を利用して計算しました。

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。