

ロシアレポート #26

ロシア経済発展省による 2015 年までのロシア経済見通し

2012/07/03

1. 主要経済指標の推移：歴史的失業率・低インフレ続くも、世界経済悪化が徐々に影響

(1) 実体経済：歴史的失業率・低インフレ続くも、世界経済悪化が徐々に影響

図表 1 ロシアの主要経済指標（主に前年同期比）

分類	経済指標名称	11Q3	11Q4	12Q1	3月	4月	5月
景気	実質GDP成長率(前年同期比、%)*	5.0	4.8	4.9	—	—	4.2
企業	主要経済活動生産指数(前年同期比、%)	6.7	5.6	5.0	3.0	2.8	—
	実質鉱工業生産指数(前年同期比、%)	5.1	3.3	4.0	2.0	1.3	3.7
	実質固定投資(前年同期比、%)	8.2	13.6	16.3	17.0	7.8	7.7
雇用	失業率(原数値、%)	6.2	6.3	6.5	6.5	5.8	5.4
家計	実質可処分所得(前年同期比、%)	1.4	2.8	2.4	2.8	2.1	3.6
	財・サービス支出(前年同期比、%)**	6.5	6.8	7.1	7.7	6.2	—
	実質小売売上高(前年同期比、%)	7.9	9.0	7.5	7.3	6.4	6.8
物価	消費者物価指数(前年同期比、%)	8.1	6.7	3.9	3.7	3.6	3.6
	通貨供給量(M2期末値、前年同期比、%)	21.5	22.6	21.3	21.3	20.9	—
対外収支	輸出(国際収支ベース、前年同期比、%***)	33.7	27.4	18.2	9.9	0.2	1.0
	輸入(国際収支ベース、前年同期比、%***)	24.7	18.3	12.7	5.9	-0.9	1.1
	貿易収支(国際収支ベース、億ドル)***	452	542	605	194	191	156
	金外貨準備高(期末値、億ドル)	5,168	4,986	5,135	5,135	5,244	5,104
市場	為替レート(ルーブル/US\$1、期末値)	31.88	32.20	29.33	29.33	29.36	32.45
	株価指数(RTS指数、期末値)	1341.1	1381.9	1637.7	1637.7	1594.0	1242.4
	ウラル原油価格(US\$/b)	112.5	109.2	117.4	123.3	117.8	109.2

*月次は経済発展省推計、四半期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

***5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

図表 2 ロシアの主要経済指標（主に季節調整済前期・前月比）

	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2(試算)**	12/4	12/5
実質GDP(前期・前月比、%)	1.0	0.5	1.4	1.4	0.3	0.4	-0.1	0.5
実質鉱工業生産指数(前期・前月比、%)	1.5	1.3	0.7	1.0	1.5	N.A.	-0.1	1.6
実質固定投資(前期・前月比、%)	-15.2	10.0	1.9	9.9	-8.0	N.A.	-1.4	2.4
実質可処分所得(前期・前月比、%)	3.0	-1.5	1.6	0.4	0.1	N.A.	0.0	-0.4
実質小売売上高(前期・前月比、%)	1.0	1.4	2.8	1.4	0.4	N.A.	0.0	0.6
失業率(%)*	6.8	6.8	6.7	6.3	5.8	5.6	5.5	5.7
輸出(前期・前月比、%)*	12.1	10.7	-3.3	7.0	1.5	-5.4	-1.8	-4.8
輸入(前期・前月比、%)*	13.4	7.7	-3.1	1.4	4.8	-3.6	-3.7	0.7
貿易収支(億ドル)*	432	501	483	563	544	499	182	158

<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5月は経済発展省推計、その他は中央銀行。

**試算が可能なものにつき、6月を5月比横ばいと仮定して試算。

世界的な景気鈍化を受け、これまで好調を維持してきたロシア経済にも変化が見られます。足元の変化をより鮮明に捉えるべく、図表2の前期・前月比を中心にロシア経済の現状を観察してみましょう。

5月の実質GDPは3ヶ月ぶりの前月超えとなりました。生産側からは製造業・小売・建設が、需要側からは投資・個人消費がプラス寄与しました¹。但し、四半期ベースで見ると、**11Q3前期比+1.4%、11Q4同+1.4%から、12Q1は同+0.3%に減速しています。**前期比+1.4%

¹ 2012年1-5月の実質GDP累計は、前年比+4.5%となりました。

という高成長（年率換算すると+5.7%とロシアの潜在成長率約4%を上回ります）が2四半期続いた後ですから多少の減速は仕方ないとも言えますが、他の指標を見ると12Q1の減速には他の要因も影響しているようで、やや警戒を強めた方が良さそうです（詳細は後述）。実際、6月の実質GDPを前月比横ばいと仮定して12Q2の実質GDPを試算すると、前期比+0.4%（年率+1.6%）という、ロシアの潜在力を下回る成長となりました。

5月の実質鉱工業生産指数は3ヶ月ぶりの前月超え²（3月▲1.5%、4月▲0.1%）となりました。プラスに大きく寄与したのは、輸送機器・冶金・非金属鉱物です。一方、設備投資との相関性が高い機械設備は5月前月比▲0.4%となり、これで4ヶ月連続の前月割れとなりました。世界経済の鈍化を受けて、民間設備投資が減速している可能性があります。尚、鉱工業生産指数を製造業・インフラ・鉱業の内訳別に見ると、製造業は3月▲1.6%・4月+0.1%、5月+2.5%、インフラは3月▲2.0%・4月▲0.9%・5月+0.8%、鉱業は3月▲0.8%・4月▲0.2%・5月▲0.5%、です。輸出比率が相対的に高い鉱業の生産が3ヶ月連続前月割れとなっているのは、足元の輸出減少（後述）と整合性があります。実質鉱工業生産指数を四半期ベースで見ると、11Q3以降加速しています。ただし世界経済の減速とそれに伴う輸出の減少を考えれば、ロシアの生産の先行きは楽観できません。

5月の実質固定投資は前月比+2.4%と高い成長を示しました³。実質固定投資統計は変動が激しい上、気候の影響を受けやすい（特に建築など）ので、ここから景気判断をすることは困難ですが、四半期ベースで見ると12Q1が前期比▲8.0%と大きく落ち込んでおり、この傾向が12Q2も続くのか、注意深く見守る必要があります。

5月の実質可処分所得は前月比▲0.4%と減少しました。四半期ベースで見ても11Q3前期比+1.6%、11Q4同+0.4%、12Q1同+0.1%と減速しています。これに対応して実質小売売上高も11Q3前期比+2.8%、11Q4同+1.4%、12Q1同+0.4%と減速しています（但し5月は前月比+0.6%と前月超えですが）。ここまで小売売上高を支えてきたのは、①消費性向の高まり（貯蓄性向の低下）⁴、②消費者ローンの拡大、③インフレ圧力の低下、と考えられます。まず①ですが、12年4月の貯蓄率は8.9%（季節変動が激しいため後方12ヶ月移動平均で算出）となり、これはリーマンショック直後⁵を除けば史上最低の水準で、ここから更に貯蓄性向が低下する（消費性向が高まる）ことは考えにくいものです。次に②ですが、欧州債務危機が叫ばれる昨今、銀行の貸出し姿勢が厳しくなることはあるでしょうが、緩和されることはないと思われるため、ローンの伸びも徐々に減速していくと見られます。最後

² 国家統計局が別途算出した結果では5月は前月比+1.0%と、経済発展省試算を大きく下回りました。

³ 国家統計局は固定資本投資統計を大幅改訂しました。具体的には2012年2月を前年比+16.2%（もとは+15.1%）に、3月を同+17.0%（もとは+4.9%）とし、結果12Q1は同+16.3%（もとは同+11.2%）となりました。

⁴ 2011年通年で見ると、実質可処分所得が前年比+0.8%しか伸びていないのに対し、実質小売売上高は同+7.0%も増加しました。

⁵ リーマンショック直後はルーブル切り下げが懸念されたため、貯蓄率が一時的に大きく低下しました

に③ですが、7月以降（大統領選挙に伴う財政支出の一環として凍結されていた）公共料金の引き上げが再開されるため、インフレ率も年後半に向けて上昇を早めると見られます。

このようにこれまで個人消費を支えた要因が徐々に剥落することから、個人消費の勢いは緩やかに減速すると思われます。但し5月の失業率は5.7%（筆者季節調整値）と依然史上最低水準で推移しており⁶、大きな経済的ショックが無い限り、個人消費が急激に鈍化することもないと思われま

す。5月の輸出は前月割れとなり、これで3ヶ月連続の前月割れとなりました。5月の輸入は2ヶ月ぶりの前月超えとなりました。5月の貿易収支は158億ドルで、これは11年8月（同157億ドル）以来の低水準で、輸出の減速を反映しています。輸出と輸入を比較すると、輸出が確実に減速している一方、輸入は比較的堅調であることから、足元のロシア経済減速は海外要因による部分が大きいと判断できます。

尚、図表1の外貨準備高は5月は前月比140億ドル減少していますが、これは主にドルに対するユーロ・ポンド・円・カナダドルの下落によるもので、これだけで外貨準備評価額は153億ドル減少しています。更に金下落による評価額減少は26億ドルです。一方、プラス要因は中銀のネットドル買いで14億ドル、その他が26億ドルです。5月はルーブルがドルに対して大きく下落しましたが、ロシア中銀が大型介入を行った形跡はありません。尚、足元の為替は32.9ルーブル/US\$（6/28現在）で6月は小康状態、RTS指数（終値）は1,306.82（6/27現在）で6月下旬の下げから若干の値戻し、ウラル原油価格はUS\$91.26/b（6/27現在）と6月も下げが続いています。

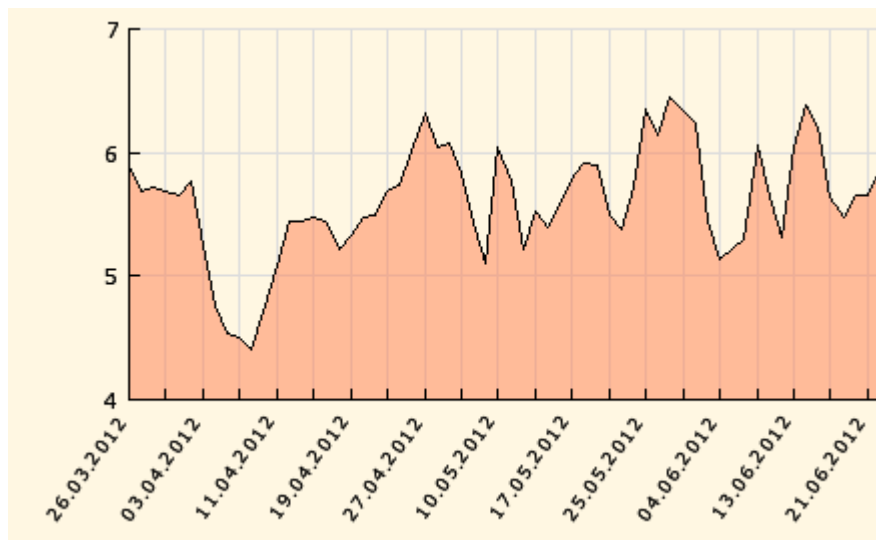
図表3は先日発表された12Q1の産業別実質GDP成長率です。

図表3 ロシアの産業別実質GDP成長率と寄与度

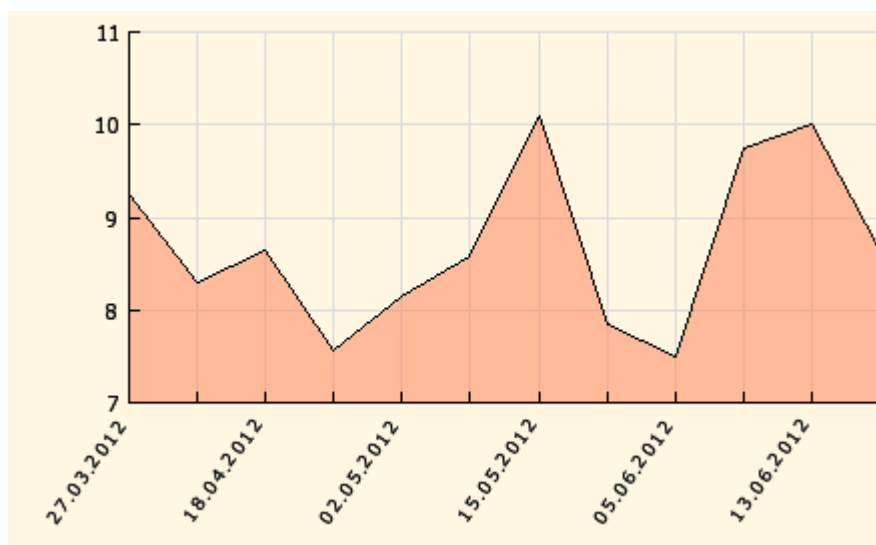
	前年比伸び率(%)					前年比伸び率に対する寄与度(%)				
	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1
実質GDP	4.0	3.4	5.0	4.8	4.9	4.0	3.4	5.0	4.8	4.9
農林狩猟	-3.8	-3.9	22.6	24.9	1.8	-0.1	-0.1	1.3	0.9	0.0
水産	33.1	-9.6	16.1	14.2	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
鉱業	2.9	0.4	1.4	1.8	2.0	0.3	0.0	0.1	0.1	0.2
製造業	11.2	5.8	4.0	3.8	3.5	1.5	0.9	0.6	0.5	0.5
インフラ	-0.6	1.9	1.4	-0.8	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
建設	-0.3	1.1	7.6	7.0	4.7	0.0	0.1	0.4	0.4	0.1
卸・小売	1.9	5.1	6.4	5.9	9.1	0.4	0.9	1.1	1.1	1.7
宿泊・外食	3.4	3.9	6.1	5.3	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
運輸通信	2.4	2.3	2.8	3.7	3.9	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
金融	5.1	4.4	5.4	5.0	16.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7
不動産	3.7	2.6	3.0	3.3	5.7	0.4	0.3	0.3	0.3	0.6
公務	1.9	2.0	2.0	2.0	1.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
教育	-0.7	-0.9	-0.8	-0.9	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
保健	3.6	3.6	3.7	4.1	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
その他公共サービス	-0.2	-0.6	1.6	2.9	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税金	6.9	6.3	4.1	5.7	6.0	1.0	0.9	0.6	0.9	0.9

⁶ 建設・金融・教育・保健といった非商業部門で増加しているようです。おそらく雇用の安定が消費性向の上昇や、消費者ローン拡大につながっていると考えられます。尚、失業率を見る限り、現在のロシア経済は完全雇用に近い状態なのですが、なぜ賃金上昇を通じたインフレ圧力が高まってこないのかは今後の検討課題です。

(2) 物価と金融政策：ロシア中銀は主要政策金利を今後数ヶ月間は据え置くことを示唆

図表 4 ロシアの短期金利の推移 (MIACR⁷1日物、%、資料はCBONDS社サイト⁸)

図表 5 ロシアの長期金利の推移 (MIACR181日~1年物、%、資料はCBONDS社サイト)



6月15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⁹を8.00%で据え置き、この水準を今後数ヶ月維持することを決めました。また6月18日からオーバーナイトスワップレートをルーブル建ては6.5%に、ドル建ては0%に引き下げることを決定しました。ルーブルの流動性を高め、市場金利のボラティリティを安定させることが目的です。

中銀は、足元では物価は落ち着いているものの、7月から各種規制価格が引き上げられることや、豊作を背景とする食料価格の落ち着きが一巡するため、年後半は物価上昇率が高

⁷ Moscow Interbank AActual Rate

⁸ http://www.cbonds.info/rus/index/index_detail/group_id/19

⁹ リファイナンス金利の重要性は低下しつつありますが、中銀声明文では依然冒頭でリファイナンス金利に言及しているため、引き続きリファイナンス金利を主要政策金利とします。

まるとしています¹⁰。一方、総供給はほぼ限界に近づいており、(供給が十分大きいため)需要側からの大きなインフレ圧力は無いと指摘しています。また欧州債務危機や通貨変動が中期的なインフレリスクであると指摘しています。

更に中銀は景気について、4月の鉱工業生産指数の落ち込みは天候要因による一時的なものとしています(実際、5月の実質鉱工業生産指数は前月比+1.6%と反発しました)。また個人消費の減速を指摘する一方、堅調な雇用とローン拡大が今後も内需安定を支えるとしています。

今回の決定を筆者なりに解釈するならば、世界経済鈍化を受けてロシア経済は減速しているものの、利下げを行うほど深刻ではない(失業率を見る限り実質的には完全雇用が達成されている)、といったところでしょうか。一方、ルーブルの下落が懸念される中、「今後数ヶ月は主要政策金利を据え置く」と明示することで、マーケットのルーブルに対する信頼を中期的につなぎ止める意図があったと思います。

2. 2015年までのロシア経済見通し

2015年までのロシア経済見通しが5/11に経済発展省ホームページに掲載されました。全部で4つのシナリオが用意されており、バージョン1(保守的)、バージョン2(やや楽観)は外部環境については同じ前提(緩やかな世界経済回復)を置いた上で、政策効果の違い¹¹によりシナリオ分けされています。これらのシナリオの前提となる油価は、2012年央まで120ドル(ウラル原油)程度に高止まり、その後供給増加に伴い2012年末には102-104ドルまで低下すると想定されています。そして2013年には97ドルまで下落するという前提です。その後2014年は101ドル、2015年は104ドルに戻るとなっています。

残る2つのシナリオであるバージョンAとバージョンCは油価によりシナリオ分けされています。バージョンCが油価高止まりシナリオ、バージョンAが油価低下(とルーブル安)シナリオです。

尚、4つのシナリオの中では、**バージョン2(やや楽観)が2013-2015年予算策定の基礎資料**となります。但し足元では原油価格は低下を続けており、報道によればロシア政府は原油価格60ドルを前提とするリスクシナリオを作成しているとの話もあります。

¹⁰ 加えて、ルーブル安が定着すれば、一定のタイムラグを置いてインフレ率を押し上げるでしょう。

¹¹ 投資環境や国際競争力・効率性、経済成長や近代化への刺激、政府支出の効率、人的資本、科学におけるイノベーションなどが考慮されています。具体的にはバージョン1の前提は、「輸入品に対するロシア製品の競争力は高まらず。インフラへの投資や、公務員給与は伸びず(緊縮財政)。結果、2015年頃には財政黒字を達成。」というものです。

図表 6 2015年までのロシア経済見通し：シナリオ別主要経済指標

	シナリオ	2011	2012	2013	2014	2015
ウラル原油価格(\$/b)	C	109.3	125.0	125.0	115.0	120.0
	2		115.0	97.0	101.0	104.0
	1					
	A		115.0	82.0	83.0	85.0
実質GDP成長率(%)	C	4.3	3.7	4.1	4.0	4.7
	2		3.4	3.8	4.4	4.7
	1		3.1	3.6	3.9	4.1
	A		3.4	2.0	3.5	4.0
固定資本投資(%)	C	8.3	7.5	8.8	6.6	7.9
	2		6.6	6.4	7.3	7.8
	1		2.3	7.3	7.0	7.8
	A		6.6	1.9	4.3	6.8
実質賃金(%)	C	4.2	6.6	6.6	5.7	6.5
	2		6.3	5.4	6.3	6.0
	1		6.0	4.8	5.4	4.9
	A		6.3	1.2	1.7	2.5
実質小売売上高(%)	C	7.2	6.9	6.8	5.0	5.9
	2		6.3	5.0	5.6	5.7
	1		6.3	4.5	4.9	5.0
	A		6.3	2.4	3.0	5.2
輸出(十億ドル)	C	522	587	608	598	634
	2		558	526	551	581
	1		558	526	550	580
	A		558	458	462	475
輸入(十億ドル)	C	324	377	439	475	523
	2		469	407	445	485
	1		361	401	440	484
	A		371	372	383	415

図表 7 消費者物価予測（前年末比、%）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
インフレ率	8.8	6.1	5-6	4.5-5.5	4-5	4-5
食料品	12.9	3.9	6.1-6.3	4.5-4.8	4-4.3	3.7-4
非食料品	5.0	6.7	5.1-5.3	4.7-5	4.3-4.6	3.7-4
住民有料サービス	8.1	8.7	7.8-8.2	7.3-7.5	6.5-7	7-7.5
コアインフレ率	6.6	6.6	5.6-6.1	4.7-5.2	4.2-4.7	3.9-4.4
M2	31.1	22.6	17-19	15-17	14-16	14-16

図表 8 産業別シェア予測（標準シナリオ=バージョン2のケース）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
全体	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
農林狩猟	3.3	3.4	3.2	3.3	3.3	3.2
漁業	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
鉱業	8.5	9.1	9.3	8.0	8.0	7.9
製造業	12.9	13.6	13.5	13.5	13.7	13.7
インフラ	3.3	3.2	3.1	3.2	3.2	3.3
建設	5.8	5.5	5.7	6.0	6.1	6.3
卸・小売	16.3	16.2	16.4	16.8	16.7	16.6
外食・宿泊	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
運輸通信	8.3	7.5	7.4	7.5	7.6	7.6
金融	3.9	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2
不動産	10.6	9.9	10.0	10.2	10.2	10.1
公務員	5.2	5.0	5.0	5.0	4.8	4.7
教育	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2
保健	3.2	3.2	3.2	3.2	3.0	2.9

図表 9 経済発展省の世界経済成長率予測（前提）と IMF4 月予測

		2010	2011	2012	2013	2014	2015
経済 発展 省	世界	5.2	3.7	3.2	3.4	4.1	4.0
	米国	3.0	1.8	1.7~2.0	1.2~1.6	2.8	2.5
	ユーロ圏	1.9	1.4	-0.6~0	0~0.9	1.4	1.4
	中国	10.4	9.2	8.0	7.7	7.6	7.3
	CIS(ロシア除く)	7.2	5.9	4.9	5.6	5.7	5.2
I M F	世界	5.3	3.9	3.5	4.1	4.4	4.5
	米国	3.0	1.7	2.1	2.4	2.9	3.3
	ユーロ圏	1.9	1.4	-0.3	0.9	1.4	1.6
	中国	10.4	9.2	8.2	8.8	8.7	8.7

3. こんな本を読みました：「戦後日本の資源ビジネス」（田中彰 著、名古屋大学出版会）

通常、この「こんな本を読みました」欄では、ロシア・CISに関する著作を紹介しているのですが、今回は「戦後日本の資源ビジネス」という直接的にはロシア・CISと関係が無い本を紹介します。この本を読みたいと思った理由は、①本書の帯に「曲がり角を迎えた戦後日本の資源調達システムの再構築へのヒントを、歴史的視野で提示する」とあり、ロシアとの資源協力が深まる中、何らかのヒントを得たいと考えたこと、②私自身が総合商社社員であり、過去に本書の著者の著作に感銘を受けていたこと、③本レポートの読者にも総合商社社員がいると思われること、の3つです。

本書は空間的にも時間的にも広い範囲を捉えています。メインテーマとしては鉄鉱石調達の歴史的・国際的な違いを論じています。著者は、鉄鉱石調達のスタイルは、①垂直統合型のキャプティブマイン（専属鉱山）方式、②分業・長期契約方式、③市場型のスポット取引、に3分類されるとしています。そして、このうち戦後日本鉄鋼企業と総合商社が採用した②の方式が優位となる条件が戦後長期に亘って存続したと結論付けています。同時に第二の結論として、資源メジャーによる供給の寡占化、中国の台頭による日本のバウイングパワーの相対的低下など、21世紀の現在において状況は大きく変化しているとしています。詳細については割愛しますが、21世紀の日本の資源調達システム再構築の方向性として、著者は①垂直統合型のキャプティブマイン方式、を念頭に置いているように感じます。

①・②いずれの方式を採用するにしても、資源小国である日本は海外からの資源供給に頼らざるを得ません。その際、安定供給の鍵となるのは、資源国との安定的な関係維持に尽きると思われます。本書を読んで気付かされたのですが、米系オイルメジャーが資源ナショナリズムの結果多くの資産を失ったのに対し、英国系の資源メジャーは豪州・南アといった英連邦における権益を維持し続けています。これはおそらく偶然ではなく、英国がこれら資源国との安定的な関係維持に注意を払ってきたためでしょう。そういう意味で、資源小国の日本も英国に学び、資源国と重層的（政府・民間など）で安定的な関係を維持していきたいものです。

このように本書のメインテーマは鉄鉱石調達方式の変遷ですが、総合商社そのものの歴史についても多くの記述があります。例えば、繊維系商社が数多く総合商社化したのに対

し、なぜ鉄鋼系商社の総合商社化が少なかったのか、などです。また、私の所属する丸紅株式会社に、1975年時点で26名もの技術者を擁する海外資源調査室が存在したという事実などは本書を読むまで私も知りませんでした。そしてその海外資源調査室が、1961年の時点で（当時豪州には大規模な鉄鉱床は存在しないと考えられていた）、①豪州に良好な鉄鉱床が発見される可能性は十分にあると評価したこと、②発見されればインド・南米よりも近距離供給源となるので、必ず日本鉄鋼企業の需要が得られるであろうこと、③ブラジル進出に出遅れている丸紅としては、むしろ未開発の地域にいち早く進出する方が成功した場合のメリットは大きいと判断したこと、といった理由から豪州鉄鉱床開発に邁進し、ついにそれを掘り当てた話などは我々後輩商社員にとって大きな教訓となり得ます。

日本の資源調達の未来については様々な考え方がありますが、本書がそれを考える上で貴重な歴史的・国際的知見を与えてくれることは間違いないでしょう。

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。