

ロシアレポート #27

中銀は政策金利変更時期の接近を示唆。次は緩和か引き締めか？

2012/08/07

1. 主要経済指標の推移：歴史的低失業率・低インフレ続くも、世界経済悪化が徐々に浸透。ロシア中銀は政策金利変更時期の接近を示唆。

(1) 実体経済：歴史的低失業率・低インフレ続くも、世界経済悪化が徐々に浸透

図表 1 ロシアの主要経済指標（主に前年同期比）¹

分類	経済指標名称	2009	2010	2011	11Q4	12Q1	12Q2	4月	5月	6月
景気	実質GDP成長率(前年同期比、%)*	-7.8	4.3	4.3	4.8	4.9	3.9	—	4.2	3.8
企業	主要経済活動生産指数(前年同期比、%)	8.6	5.8	5.5	5.6	5.0	3.2	2.8	4.4	2.5
	実質鉱工業生産指数(前年同期比、%)	-9.3	8.2	4.7	3.3	4.0	2.3	1.3	3.7	1.9
	実質固定投資(前年同期比、%)	-15.7	6.0	8.3	13.6	16.3	6.5	7.8	7.7	4.7
雇用	失業率(原数値、%)	8.4	7.5	6.6	6.3	6.5	5.5	5.8	5.4	5.4
家計	実質可処分所得(前年同期比、%)	3.1	5.1	0.8	2.8	2.4	3.1	2.1	4.1	3.0
	財・サービス支出(前年同期比、%)**	-4.0	4.8	6.8	6.8	7.1	—	6.6	6.8	—
	実質小売売上高(前年同期比、%)	-5.1	6.4	7.0	9.0	7.6	6.7	6.5	6.8	6.9
物価	消費者物価指数(前年同期比、%)	11.7	6.9	8.4	6.7	3.9	3.8	3.6	3.6	4.3
	通貨供給量(M2期末値、前年同期比、%)	17.7	31.1	22.6	22.6	21.3	19.4	20.9	21.1	19.4
対外収支	輸出(国際収支ベース、前年同期比、%)***	-35.7	32.1	30.3	27.5	16.5	-0.7	-0.8	3.5	-4.7
	輸入(国際収支ベース、前年同期比、%)***	-34.3	29.6	30.2	18.3	12.1	-1.7	-1.7	-1.4	-2.0
	貿易収支(国際収支ベース、億ドル)***	1,116	1,520	1,982	542	590	511	189	174	149
	金外貨準備高(期末値、億ドル)	4,395	4,794	4,986	4,986	5,135	5,143	5,244	5,104	5,143
市場	為替レート(ルーブル/US\$1、期末値)	30.24	30.48	32.20	32.20	29.33	32.82	29.36	32.45	32.82
	株価指数(RTS指数、期末値)	1444.6	1770.3	1381.9	1381.9	1637.7	1350.5	1594.0	1242.4	1350.5
	ウラル原油価格(US\$/b)	60.8	78.2	109.6	109.2	117.4	106.8	117.8	109.2	93.5

*年次・11Q4・12Q1は国家統計局公表値(国家統計局公表値が公式数値)、12Q2・月次は経済発展省推計値 **四半期は年初からの累計

***6月は経済発展省、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	12/4	12/5	12/6
実質GDP(前期・前月比、%)	1.0	0.5	1.4	1.4	0.3	0.3	-0.1	0.5	0.2
実質鉱工業生産指数(前期・前月比、%)	1.5	1.3	0.7	1.0	1.5	0.4	-0.1	1.6	-0.2
実質固定投資(前期・前月比、%)	-15.2	10.0	1.9	9.9	-8.0	1.6	-1.4	2.4	0.2
実質可処分所得(前期・前月比、%)	3.0	-1.5	1.6	0.4	0.1	-0.1	0.0	0.2	1.1
実質小売売上高(前期・前月比、%)	1.0	1.4	2.8	1.4	0.4	1.0	0.0	0.6	0.5
失業率(%)*	6.8	6.7	6.6	6.3	5.8	5.7	5.5	5.8	5.9
輸出(前期・前月比、%)*	12.2	10.5	-3.1	6.9	0.2	-4.2	-0.9	-2.5	-1.8
輸入(前期・前月比、%)*	12.8	8.6	-3.1	1.0	3.7	-3.4	-4.0	-0.2	2.0
貿易収支(億ドル)*	437	498	482	563	535	505	180	169	156

<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6月は経済発展省、その他は中央銀行。

世界的な景気鈍化を受け、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。

6月の実質GDPは2ヶ月連続の前月超え²となりました。プラスに寄与したのは建設・商業、マイナスに寄与したのは製造業・農業です。月次では2ヶ月連続の前月超えとなったものの、四半期ベースで見ると、**11Q3 前期比+1.4%・11Q4 同+1.4%から、12Q1 同+0.3%・12Q2 同+0.3%と成長の減速は明らかです**（前期比+0.3%を年率換算すると+1.2%で、これ

¹ 7月のインフレ率は前年比+5.6%に加速しました。

² 2012年1-6月の実質GDP累計は、前年比+4.4%となりました。

はロシアの潜在成長率約 4%を大きく下回っています)。

6月の実質鉱工業生産指数は2ヶ月ぶりの前月割れ³となりました。実質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、製造業は前月比▲0.4% (3月同▲1.6%・4月同+0.1%・5月同+2.5%) と3ヶ月ぶりの前月割れとなりました。品目別では輸送機器の生産減少 (前月比▲4.5%) が目立ちます。設備投資との相関性が高いとされる機械製造も6月は前月比▲3.9%となり、これで5ヶ月連続の前月割れとなっています。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。インフラは6月は前月比+0.4% (3月同▲2.0%・4月同▲0.9%・5月同+0.8%) と2ヶ月連続の前月超えとなりました。鉱業は6月は前月比横ばい (3月同▲0.8%・4月同▲0.2%・5月同▲0.5%) です。輸出比率が相対的に高い鉱業の生産停滞は、足元の輸出減少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、12Q2は前期比+0.4%と明らかに減速しています。このような足元での生産減速はロシア企業が経済危機に向けて在庫を調整しているため、仮に今後景気が予想外に回復すれば、足元の在庫調整は将来の生産増加要因ともなり得ます。

6月の実質固定投資は前月比+0.2%となりました。実質固定投資は変動が激しい上、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12Q2は前期比+1.6%と前期 (12Q1同▲8.0%) からの戻りとしては弱いと言わざるを得ません。企業収益が4月は前年比▲2.0%、5月は▲5.3%と落ち込んでいることもこのような見方と整合的です。

6月の実質可処分所得は前月比+1.1%と増加しました。しかし四半期ベースでは11Q3前期比+1.6%以降減速が続き、12Q2はついに前期比▲0.1%とマイナスに転じました。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%、12Q2同+1.0%と概ね減速傾向が続いています。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6月の貯蓄性向は7.8% (筆者季節調整値) となり、これはリーマンショック直後⁵を除けば2000年代におけるほぼ最低水準で、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こと、また干ばつを背景に食料品価格高騰が予想されることなどから、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る。

³ 国家統計局が別途算出した結果では6月は前月比横ばいとなっています。

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

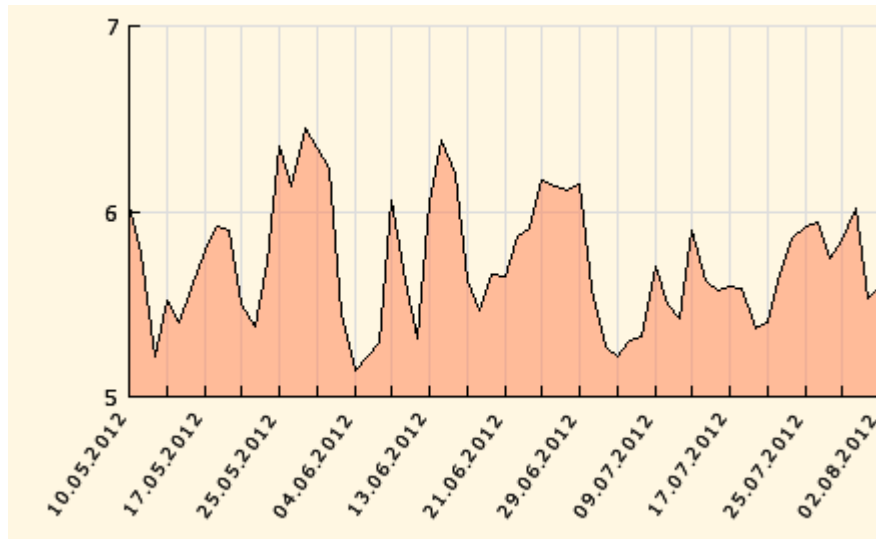
6月の失業率は5.9%と2ヶ月連続の悪化となりました。水準に注目すれば5.9%はほぼ史上最低なのですが、方向に注目すれば2ヶ月連続の失業率悪化は09年4-5月以来ほぼ3年ぶりであるため、今後の変化の方向には注意が必要です。但し先に述べたように失業率は依然史上最低水準で推移しているため⁶、大きな経済的ショックが無い限り、内需が急激に鈍化することもないと思われます。

6月の輸出は前月割れとなり、これで4ヶ月連続の前月割れとなりました。6月の輸入は3ヶ月ぶりの前月超えとなりました。6月の貿易収支は156億ドルで、これは11年8月(同156億ドル)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。

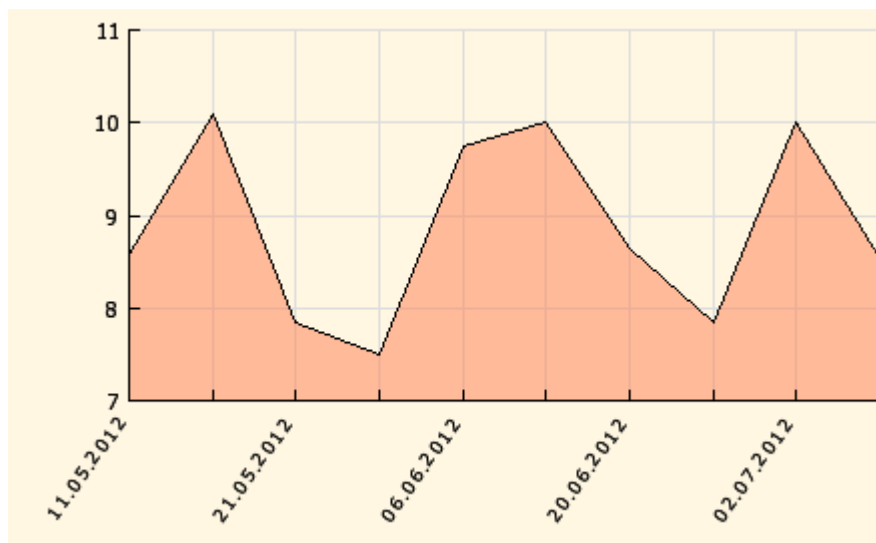
尚、図表1の外貨準備高は6月は前月比39億ドル増加しています。外貨準備高増加要因はユーロ・ポンド・円・カナダドルの対ドル増価に伴う部分が34.5億ドル、金価格上昇に伴う部分が10億ドル、その多要因に伴う部分が18億ドルです。一方、外貨準備高減少要因は、中銀のネットドル売りに伴う部分が24億ドルです。尚、足元の為替は32.0ルーブル/US\$ (8/6現在)で6月初めのルーブル安のピークから紆余曲折はあるものの、徐々にルーブル高方向に落ち着きを取り戻しているように見えます。RTS指数も為替と同じく、6/1の1,227.65(終値)を底に、緩やかな回復トレンドを見せ、8/3の終値は1,398.33(終値)となっています。ウラル原油価格も6月下旬を底に8/2現在はUS\$106.57/bと上昇基調に転じています。

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：ロシア中銀は政策金利変更時期の接近を示唆

図表 3 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 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)



7月13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「今後しばらく (for the near future)」維持することを示唆しました。先月までの「今後数ヶ月 (for the coming months)」から「今後しばらく (for the near future)」に表現が変更されたことで、中銀の政策金利変更が近づいたと考えられます¹⁰。

⁷ Moscow Interbank Actual 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。

¹⁰ 同様の表現変更は2011年9月14日の会合でも行われ、その後11月25日の会合では「今

中銀は、7月のインフレ率は2012年の目標範囲内に戻ったとしています。一方、予定通りの公定価格引き上げや、食料品価格上昇がインフレ率上昇に寄与したとしています¹¹。また足元では農業生産の先行き不安がインフレリスクの一因となっているとしています。但し総供給はほぼ限界に近づいており、(供給が十分大きい)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。そして小売売上高の成長テンポは高く、労働市場の引き締めと消費者向けローンの増加が今後も安定的な内需を維持すると述べています。加えて鉱工業生産の回復と活発な投資活動が見られるとしています。

昨年は声明文の表現変更から3ヵ月後に政策金利が変更されましたが、今回も政策金利変更が近づいたという印象をもっています。そして今回の声明文で特に印象深いのは、ロシア中央銀行が同国の景気について(正しいか否かは別として)かなり楽観的な評価を与えている点です。この点を考慮すれば、中銀の次の一手は緩和・引き締めどちらもあり得ると考えます。

2. ロシアも含め、世界経済はやはり米国次第？

図表 5 主要国・地域間の実質 GDP 成長率の相関係数¹²

<2001年～2011年>

	米国	ユーロ圏	中国	日本	ロシア	世界	原油
米国	—	0.87	0.35	0.92	0.86	0.90	0.70
ユーロ圏	0.87	—	0.50	0.85	0.93	0.90	0.61
中国	0.35	0.50	—	0.44	0.47	0.65	0.29
日本	0.92	0.85	0.44	—	0.81	0.91	0.61
ロシア	0.86	0.93	0.47	0.81	—	0.86	0.68
世界	0.90	0.90	0.65	0.91	0.86	—	0.75
原油	0.70	0.61	0.29	0.61	0.68	0.75	—

<資料>IMF

図表はロシア経済に影響を及ぼすと考えられる主要国・地域の実質 GDP 成長率と、原油価格の名目成長率の相関係数(絶対値大=相関関係大)を調べたものです。ロシアについて見ると、ロシアとの相関係数が高いのは、米国(0.86)・ユーロ圏(0.93)・日本(0.81)・世界(0.86)であり、原油価格との相関関係は比較的低く(0.68)になりました。

それではロシア経済との相関性が高い米国・ユーロ圏・日本の間で、どの国の成長がどの国の成長により影響を及ぼしているのでしょうか¹³。この点について一定の目安を得るための手法として、グレンジャー因果検定というものがあります。これは2変数間の因果関

後しばらく(for the near future)」の文言が削除され、12月23日の会合で政策金利の変更(この時は8.25%⇒8.00%への引き下げ)が決定されました。

¹¹ 足元では果物・野菜の価格が上昇。6月は前月比(季節調整無し)で+13.4%も価格が上昇しています。理由としては、①昨年の低価格品の在庫終了、②南部干ばつ、③ルーブル安、が挙げられます。但し前年比では▲10.8%と価格の水準は今のところ高くありません。

¹² 原油価格はIMFによる3油種単純平均名目価格の前年比変化率を適用しました。

¹³ ロシアはその経済規模の小ささから、米国・ユーロ圏・日本のいずれかにけん引される経済と考え、グレンジャー因果検定からは除外しました。

係¹⁴を測定するもので、これを利用すれば米国・ユーロ圏・日本間の影響力の因果関係に見当をつけることができます。具体的な計測方法は割愛しますが、結果は米国経済がユーロ圏経済・日本経済双方に強い影響を及ぼしている可能性が高いとなりました。先の相関係数や過去の経験も含めて考えれば、「米国⇒ユーロ圏⇒ロシア」という景気の波及経路が存在する可能性が高いと考えられます。

以上の考察から言えることは、ロシアも含む世界経済を左右する要因としては中国・ユーロ圏もさることながら、やはり米国の重要性を忘れてはいけないということです。そして日々多忙な実務家が何に注目すべきかと言えば、毎月第一金曜日の夜（日本時間）に公表される米国の雇用統計に尽きるといえます。相対的な評価としては、非農業部門就業者数の前月比増減が市場の予測よりも多かったか少なかったか（これは翌日の朝刊を読めば分かります）、絶対的な評価としては毎月コンスタントに約7万人¹⁵以上の雇用が生まれているかが目安となります。

3. こんな本を読みました：「ソ連はなぜ八月九日に参戦したか」（米濱泰英 著、オール・ヒストリー企画）

8月がやってきました。ここ数年、8月には第2次世界大戦関連の歴史書を読むことにしています。本書は、様々な資料をもとに、ソ連の対日参戦の背景を分析したものです。全体を通じて初めて知ることばかりだったのですが、特に驚いたのは下記の点です。

- 日本は大戦中に米国機が7回もソ連領に着陸したのを知りながら、ソ連に対して本格的な抗議をしなかったこと（日ソ中立条約があったにもかかわらず）。
- ソ連軍の兵器のかなりの割合がシベリア鉄道などを利用して米国から貸与されたものであったこと（つまりシベリア鉄道に一撃を加えれば補給路を断つことができた）。
- ソ連参戦の直前まで満州の上層部や関東軍はそれを察知できていなかった可能性が高いこと。
- 米国製兵器で武装したソ連軍の侵攻に対し、日本軍が大真面目に竹槍で対抗しようとしていたこと。
- ルーズヴェルト大統領が、戦後体制の中核として米・英・ソに加え、中国を加えたこと。背景には「4億の民を敵に回すよりも友人にしたほうがよい」という深い洞察があったこと。
- ベルリン陥落直後の1945/5/12付書簡において、早くもチャーチルが「鉄のカーテン」という言葉を用いていること（この言葉は1946年3月のチャーチルの講演で有名にな

¹⁴ 厳密にいうとここでの因果関係は一般的な因果関係とは異なりますが、単純化のためそのことについては詳しく触れません。

¹⁵ 国連による米国人口の中位推計によれば、現在の米国では15-64歳人口（生産年齢人口）は月平均約7万人増加しているため、失業率を上昇させないためには最低この増加分約7万人を吸収するだけの雇用創出が必要となります。現実には好況期には毎月20万人以上の雇用が創出されます。

った)。

- ベルリンに侵攻したソ連軍が、工業施設の 3/4、6322km の鉄道線路を略奪したこと。
 - 全ての情報を把握していると思われた米軍が、日本の戦力を過大評価していたこと。
- それゆえにルーズヴェルトはソ連の対日参戦を望んだ。一方、ソ連は日ソ中立条約の存在もあり日本情勢に明るく、1944年の時点でスターリンは戦争の早期終結を確信していた。このようなルーズヴェルトとスターリンの情報認識の違いにより、スターリンは対日参戦というカードを米国に高く売りつけることに成功した。

以上の史実から得た教訓は次の2点です。①国際政治はあくまで国益追求の場であり、融通無碍で非情であること。②不確実状況下での危機管理とは、リスクの過大評価と過剰反応であること。特に②については、米国が日本の戦力を過大評価したのに対し、日本は米国の戦力を過小評価していた点に端的に現れています。

最後に本書で紹介されている中国人作家による一文を引用します。「終戦後、(満州で)日中両国の人間が一緒に働くことで、平等な立場から日本人を観察する機会が中国人に初めて与えられた。それによって、中国人の日本人を見る目からは、かつてのような植民地主義者や敵対者に向けるような憎しみを込めた感情が消え、一方、多くの日本人の中国人を見る目からも、かつてのような「支那人」に対する誤った優越感が消え、双方の心理的距離感が一挙に縮まった。日本民族のまじめさ、仕事に夢中に打ち込む優れた性格は多くの中国人を感嘆させ、敬服させた。」。我々の日々の仕事もこのような相互理解を生み出すものであって欲しいものです。

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。