

ロシアレポート #29

企業部門鈍化するも消費・油価が下支え、経済は年率約2%で拡大 2012/11/08

1. 主要経済指標の推移：企業部門鈍化も消費・油価が下支え、経済は年率約2%で拡大

(1) 実体経済：企業部門鈍化も個人消費・油価が下支え。経済は年率約2%のテンポで拡大。

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	12Q1	12Q2	12Q3	7月	8月	9月
景気	実質GDP成長率(前年同期比、%)*	-7.8	4.3	4.3	4.9	4.0	2.8	2.6	2.8	2.5
	主要経済活動生産指数(前年同期比、%)	-8.6	5.8	5.5	5.0	3.2	1.6	2.7	1.9	0.1
企業	実質鉱工業生産指数(前年同期比、%)	-9.3	8.2	4.7	4.0	2.3	2.5	3.4	2.1	2.0
	実質固定投資(前年同期比、%)	-15.7	6.0	8.3	16.6	8.5	1.4	3.8	2.3	-1.3
雇用	失業率(原数値、%)	8.4	7.5	6.6	6.5	5.5	5.3	5.4	5.2	5.2
家計	実質可処分所得(前年同期比、%)	3.1	5.1	0.8	2.4	4.0	4.3	2.2	6.8	3.8
	実質小売売上高(前年同期比、%)	-5.1	6.4	7.0	7.6	7.0	4.6	5.4	4.3	4.4
物価	消費者物価指数(前年同期比、%)	11.7	6.9	8.4	3.9	3.8	6.0	5.6	5.9	6.6
	通貨供給量(M2期末値、前年同期比、%)	17.7	31.1	22.3	21.2	19.1	14.8	17.9	16.7	14.8
対外収支	輸出(国際収支ベース、前年同期比、%)**	-35.7	32.1	30.3	16.4	-1.3	-2.1	-3.2	-5.6	2.4
	輸入(国際収支ベース、前年同期比、%)**	-34.3	29.6	30.2	11.5	-1.4	1.3	7.7	-2.5	-0.9
	貿易収支(国際収支ベース、億ドル)**	1,116	1,520	1,982	592	501	413	111	126	176
	金外貨準備高(期末値、億ドル)	4,395	4,794	4,986	5,135	5,143	5,299	5,105	5,146	5,299
市場	為替レート(ルーブル/US\$1、期末値)	30.24	30.48	32.20	29.33	32.82	30.92	32.19	32.29	30.92
	株価指数(RTS指数、期末値)	1444.6	1770.3	1381.9	1637.7	1350.5	1475.7	1377.4	1389.7	1475.7
	ウラル原油価格(US\$/b)	60.8	78.2	109.6	117.4	106.8	109.4	102.7	113.5	112.0

*12Q3と月次は経済発展省推計値、その他は国家統計局公表値(国家統計局公表値が公式数値)

**9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）²

	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12/7	12/8	12/9
実質GDP(前期・前月比、%)	1.0	0.5	1.4	1.4	0.3	0.3	0.5	0.0	0.1	0.4
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	0.6	0.4	-0.4	0.3
実質固定投資(前期・前月比、%)	-15.2	10.0	1.9	9.9	-7.4	2.6	-0.2	-1.5	0.3	-0.3
実質可処分所得(前期・前月比、%)	3.0	-1.5	1.6	0.4	0.1	0.2	0.9	-1.0	2.2	-0.7
実質小売売上高(前期・前月比、%)	1.0	1.4	2.8	1.4	0.4	1.3	0.7	-0.1	0.2	0.5
失業率(%)*	6.8	6.7	6.7	6.3	5.8	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
輸出(前期・前月比、%)*	12.4	10.4	-2.0	5.2	0.5	-5.0	-0.7	-0.5	-0.2	10.6
輸入(前期・前月比、%)*	13.2	7.7	-2.3	0.7	3.3	-3.4	2.0	4.0	-4.4	1.7
貿易収支(億ドル)*	433	499	492	554	534	494	469	135	147	187

<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、その他は中央銀行。

世界的な景気鈍化を受け、ロシア経済にも変化が見られます。この様な景気の転換点において経済指標を観察する場合、前年比よりも前期比・前月比のほうがより正確に現状を反映する場合があります³。そこで本稿では、図表2の経済指標（前期・前月比）を中心にロシア経済を観察してみましょう。概観すれば、足元のロシア経済は世界経済鈍化に伴い輸出・投資など主に企業部門が弱含んでいるものの、相対的に堅調な労働市場や消費者ローン拡大により、個人消費は底堅く推移しています。7-9月期に原油価格が持ち直した

¹ 10月のインフレ率は前年比+6.5%と予想外の落ち着きを見せました。

² 月次数値のうちシャドー一部分は過去に発表された数値で、実際には経済発展省内部でその後改訂されている可能性があります。

³ 現在、世界経済をリードしている新興市場国の多くのマクロ経済指標は前年比が中心です。そのため景気の変化に対する迅速な反応が難しくなっている可能性があります。

こともあり、**12Q3 実質 GDP 成長率は前期比+0.5%（年率+2%）とプラスを維持しています。**

図表 3 農業総生産の推移（前年比、%）⁴

2009	2010	2011	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12/7	12/8	12/9
1.4	-11.3	23.0	0.5	-1.3	-20.8	-3.8	1.7	1.6	29.7	34.0	4.0	4.3	-5.4	-3.5	-3.8	-7.7

<資料> 国家統計局

12Q3 の実質 GDP は前期比+0.5%と 12Q2（同+0.3%）を上回りました⁵。また 9 月単月の実質 GDP 成長率は前月比+0.4%となりました。前月比で生産面からプラスに寄与したのは、鉱工業生産、小売売上高、農業（8 月前月比+1.2%・9 月同+2.6%）です。一方、生産面からマイナスに寄与したのは、建設（需要面から見れば投資）です。

12Q3 の実質鉱工業生産指数は前期比+0.6%と 12Q2（同+0.4%）を上回りました。また 9 月単月でも前月比+0.3%となりました⁶。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+0.2%（3 月同▲1.6%・4 月同+0.1%・5 月同+2.5%・6 月▲0.4%・7 月同+0.6%・8 月同▲0.5%）と 2 ヶ月ぶりの前月超えとなりました。製造業者のセンチメントを示す製造業 PMI の動き（8 月 51.0⇒9 月 52.4：季節調整済み）とも整合的です。インフラは前月比▲1.1%（3 月同▲2.0%・4 月同▲0.9%・5 月同+0.8%・6 月同+0.4%・7 月同▲0.3%・8 月▲0.1%）と 3 ヶ月連続の前月割れとなりました。鉱業は前月比+0.8%（3 月同▲0.8%・4 月同▲0.2%・5 月同▲0.5%・6 月横ばい・7 月同+0.1%、8 月同▲0.1%）です。足元では鉱業を中心に企業業績が改善している模様で、1-8 月の企業利益は前年比+1.9%となりました。

12Q3 の実質固定投資は前期比▲0.2%と 2 四半期ぶりの前期割れに転じました。9 月単月でも前月比▲0.3%と 2 ヶ月ぶりの前月割れとなっています。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投資の基調は強いとはいえません。足元では企業向け融資が減速していること⁷、景気見通しが不透明なこと、今年は Q1・Q2 で政府予算消化が進んだ

⁴ 大干ばつにも関わらず、足元の農業総生産の落ち込みは（同じく大干ばつのあった）2010 年と比較して限定的です。10 月の米農務省予測によれば、2012 年度のロシアの小麦生産量予測は 3800 万トンと 2010 年度の 4151 万トンをも割り込む見通しです。現時点ではドゥボルコビッチ副首相（農業担当）は穀物禁輸の可能性を否定していますが、ロシア国内の小麦価格は史上最高値を更新しており、10/4 にメドベージェフ首相は穀物市場への現物介入を決定しました。但し、介入用穀物に飼料用は含まれていないため、畜産業者からは不満が出ているようです。

⁵ 2012 年 1-9 月の実質 GDP 累計は、前年比+3.8%となりました。尚、経済発展省の最新の経済成長率予測は 2012 年 3.5%、2013 年 3.7%、2014 年 4.3%、2015 年 4.5%ですが、財務省からは「資本移動や為替などの見通しが楽観的過ぎる」との批判が出ています。具体的には、油価下落に伴う経常黒字縮小が生じた場合、その調整は資本流入増加よりもルーブル減価によって達成される、というのが財務省の主張です。

⁶ 国家統計局が別途算出した結果では 9 月は前月比+0.7%となっています。

⁷ 非金融企業向け貸出しは 10/1 時点で前年比+16.9%まで減速（7/1 は同+24.4%）。一方、ルーブル建て住宅ローンは 7 月前年比+48.6%、8 月同+48.7%と増勢を維持しています。このようなローン拡大ペースの違いも金融政策を難しくしています。

ため財政余力が限定されること、などがその理由として考えられます。

図表 4 財政支出の状況（金額は 10 億ルーブル、前年比は%）

	Q1		Q2		Q3		Q4	
	金額	前年比	金額	前年比	金額	前年比	金額	前年比
2009	2807.1	20.2	3812.6	19.9	3884.2	20.4	5544.4	5.6
2010	3220.7	14.7	4110.5	7.8	3978.6	2.4	6306.9	13.8
2011	3575.4	11.0	4563.3	11.0	4606.7	15.8	7249.2	14.9
2012	4583.6	28.2	5377.6	17.8				

<資料> 国家統計局

12Q3 の実質可処分所得は前期比+0.9%と 12Q2（同+0.2%）を上回りました。9 月単月では前月比▲0.7%と落ち込みましたが、8 月の急上昇（同+2.2%）の反動と考えられます。但し、12Q3 の持ち直しは 8 月単月の伸びによる部分が大きく、基調が上向いたと判断するのは時期尚早でしょう。12Q3 の実質小売売上高は前期比+0.7%と拡大を続けました。12Q2（同+1.3%）の大幅な伸びを考えれば、12Q3 の実績は悪くない数字です。9 月単月でも前月比+0.5%と 2 ヶ月連続の前月超えとなっています。乗用車販売台数は 9 月前年比+10.0%（6 月同+10%・7 月同+14%・8 月同+15%）となりました。7 月・8 月には WTO 加盟（8/22）に伴う関税引き下げを待っていた消費者が、政府のリサイクル税導入⁸によりその恩恵を受けられないことが判明し、購入に動いたことで販売台数が伸びましたが、9 月にはその動きも一巡した模様です。消費の先行きを判断する基準としては、①食料品価格上昇に伴う物価上昇の推移、②消費性向（貯蓄性向）の推移⁹、③消費者ローンの推移、の 3 点が考えられます。まず①ですが、物価高騰の背景に食料品価格上昇がある以上、それが一巡する来年の秋頃まで物価上昇圧力は弱まらないでしょう。次に②ですが、12 年 9 月の貯蓄性向は 9.1%（筆者季節調整値）となり、5 月の 7.2%（これはリーマンショック直後¹⁰を除けば 2000 年代におけるほぼ最低水準）からは上昇傾向にあります。③については利上げにもかかわらず消費者向けローンは堅調を維持しているものの、世界的不況の中、銀行の貸出し姿勢が一層緩和されることはないと思われます。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。但し 9 月の失業率は 5.7%（経済発展省の季節調整値では 5.6%）と史上最低水準で推移しているため¹¹、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。

⁸ ロシア連邦国内で生産される車両、もしくは関税同盟国（ベラルーシ・カザフスタン）以外の国から輸入される車両に対して課税。自動車の種類およびカテゴリに基づく係数を基本料金（乗用車 2 万ルーブル、トラック 15 万ルーブル）に掛けて算出。リサイクル税の徴収は、連邦関税局が行う。9 月 1 日までに登録証明書が交付された車両については、リサイクル税は徴収されない。詳細は <http://www.rotobo.or.jp/info/others/20120925ruauto.pdf>

⁹ 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。

¹⁰ 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。

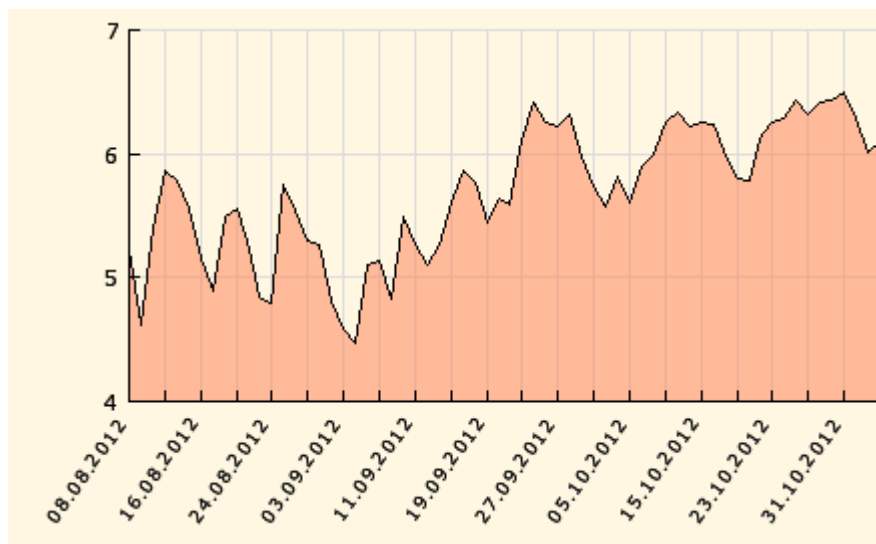
¹¹ 建設・金融・教育・保健といった非商業部門で増加しているようです。おそらく雇用の安定が消費性向の上昇や、消費者ローン拡大につながっていると考えられます。尚、失業率を見る限り、現在のロシア経済は完全雇用に近い状態で、賃金上昇を通じたインフレ圧力がコアインフレ率の上昇に反映されています。

12Q3の輸出は2四半期連続の前期割れとなりました。但し9月単月を見ると前月比+10.8%と大きく増加していますが、これが基調として定着するか注視する必要があります。12Q3の輸入は2四半期ぶりの前期超えとなり、結果12Q3の貿易収支は469億ドルと3四半期連続の減少となりました。また9月単月でも前月比+1.7%と輸入は増加基調を維持しています。輸出と輸入を比較すると、輸出が依然減速傾向であるのに対し、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。但し9月単月に限れば、国内の状況を反映して投資関連の輸入が弱含んでいることには注意が必要です。

尚、図表1の外貨準備高は9月は前月比153億ドル増加しています。増加の内訳はユーロ・ポンド・円・カナダドルの評価増が81億ドル、金価格上昇による評価増は38億ドル、その他増加要因は39億ドルです。中銀によるネットドル売りは5億ドルです。足元の為替は10月下旬以降再びルーブル安方向に推移していますが、11/7現在31.2915ルーブル/US\$と夏場に比べれば安定しています。9/6の欧州中銀による国債無制限購入決定や9/13の米連邦準備制度による量的緩和第3弾の発動が効果を発揮している模様です。RTS指数は9/14に直近最高値の1,589.40(終値)まで上昇しましたが、その後は緩やかな低下を続け、11/6現在の終値は1,448.98となっています。ウラル原油価格も6月下旬を底に11/6現在はUS\$109.82/bと高値を維持していますが、8月中旬以降で見れば極めて緩やかな低下傾向にあります。

(2) 物価と金融政策：政策金利は据え置き。景気判断は若干の引き下げ。

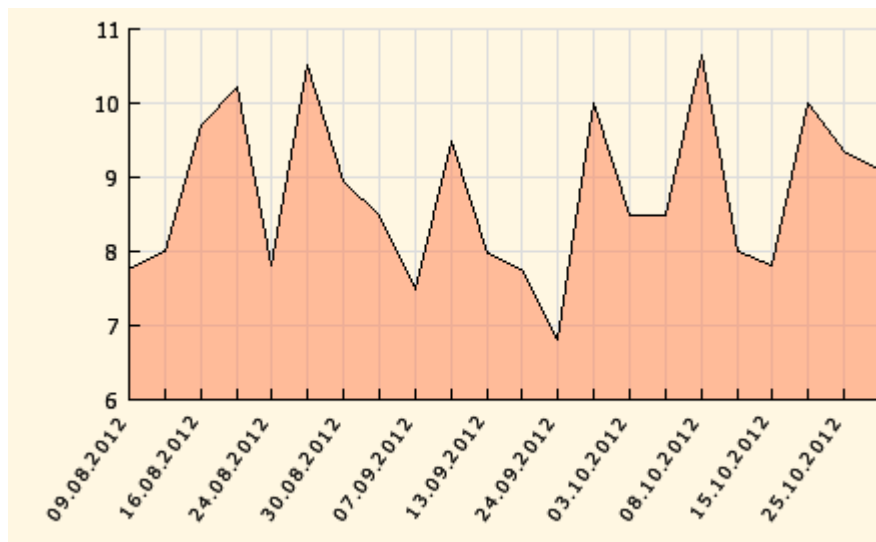
図表5 ロシアの短期金利の推移 (MIACR¹² 日物、%、資料はCBONDS社サイト¹³)



¹² Moscow Interbank Actual Rate

¹³ http://www.cbonds.info/rus/index/index_detail/group_id/19

図表 6 ロシアの長期金利の推移（MIACR181日～1年物、%、資料はCBONDS社サイト）



ロシア中央銀行は10/5の会議後、下記の声明を発表しました。

- 政策金利（リファイナンス金利＝8.25%）は据え置き。
- インフレ率は上昇を続け、9月は前年比+6.6%に達した。これは目標インフレ率（前年比+5.0-6.0%）¹⁴の上限を超えている。昨今の物価上昇は主に食料品価格・公共サービス価格の上昇による。
- 同時にコアインフレ率（変動の大きい品目を除いたインフレ率）は、食料品・公共サービス以外へのインフレ圧力の拡大を示している。需要サイドからのインフレ圧力は無いと考える。
- **8月に入り、マクロ経済は幾分クールダウンしてきた。**鉱工業生産や投資・消費需要の減退である。一方、雇用や企業センチメントは8-9月悪化していない。労働市場とローンの活況は内需安定を支えている。総供給はほぼ限界に近いと見ている。
- 銀行融資安定化の兆しが見える。**しかし金融引締めが景気鈍化の原因となるリスクは現状では大きくない**¹⁵。

景気減速を受けて、従来よりも利上げの必要性は遠のいたと考えられます。しかし声明文を見る限り、中央銀行は更なる利上げの可能性を除外していないことには注意が必要です。

2. こんな本を読みました：「2050年の世界：英『エコノミスト』誌は予測する」（英『エコノミスト』編集部著、文藝春秋発行）

本書はロシア・CISも含めた世界全体の40年後を予想・予測するという、極めて野心的

¹⁴ 9/28、ロシア中銀のウリュカエフ副総裁は2013年のインフレ目標を引き上げる（4.5-5.5%⇒5-6%）ことを発表しました。足元の食料価格上昇に対応したものと考えられます。

¹⁵ 9月の利上げに対し、経済発展省等から批判が相次ぎました。

な本です。未来予想・未来予測というと、日本では「ノストラダムスの大予言」に代表されるように悲観的なものが多いのですが、本書は理性的に「過去・現在の延長」として未来を描いています（そもそも未来予測とは、過去・現在を正確に把握することです）。従ってその内容は悲観・楽観に偏ることなく、バランスのとれたものになっています。そもそも世の中の多くの現象はトレードオフの上に成り立っているため明暗両面を持ち合わせているのが常であり、そういう観点からも本書の内容には好感が持てます（更に本書では、社会に悲観的予測があふれ、且つその殆どが外れる原因として、①悲観的予測の方がニュースバリューがある、②悲観的観測を唱えることで生きている『世界終末論産業』の存在、③人間の対応力を過小評価している、を挙げています）。

私が個人的に関心をもった展望としては（実現するか否かは別として）

- 今後 40 年間で最も成長する学問分野は生物学である。背景には先進国を中心とする高齢化に伴う疾病の増加と、その治癒に対する巨大なインセンティブ（市場拡大）がある。一方、高齢化は政府支出を圧迫し、防衛・教育支出を抑制する。
- 日本も含め、東アジアが世界の科学をリードすることはない。科学の発展には先人を否定できる自由な知識環境が必要である。
- 2050 年頃には世界の人口増加は横ばいになる。
- 欧州ではフランスの人口が増加し、独仏関係よりも英仏関係の重要性が高まる。
- SNS の普及により、意思決定における友人の影響が強まる。
- 文化はあくまでローカルなものであり、欧米文化が完全に世界を席捲することはない。
- 宗教は後退する。その理由として、世界経済全体の底上げにより人々の「無防備感」が低下することが挙げられる。経済的に豊かな米国では未だに宗教が優勢だが、それは豊かになった米国が未だに「危険な国」であり、人々が帰依するものを求めているから。但し現在米国でみられるキリスト教原理主義の活性化は、そうした勢力が追い詰められている証拠でもある。
- 技術拡散により、核戦争の危険は従来よりも高まる。インド・パキスタン戦争が起これば、人類史上初の核ミサイルの打ち合いとなる。
- イエメンでは 2015 年までに水が枯渇する。
- 米国の国益に適う範囲でグローバル化は進展する。

またロシアにとって重要だと感じた予測は以下の 2 点です。

- 様々な財の価格が効率化により低下する。特にエネルギーの価格は低下し、再生可能エネルギーへの投資が活性化することはない。
- 地球温暖化により夏場の北極では氷が消え、資源・輸送・漁業の新しい可能性が生まれる。

但し 1 点だけ納得がいかなかったのは、中国経済に対する楽観論です。中国の実質 GDP は毎年高成長を続けているものの、個人消費はその 4 割弱しかなく、且つその割合が年々低下しているという歪んだものです（通常、個人消費は GDP の 6-7 割程度）。にもかかわ

らず、単に過去・現在の中国経済が表面的には成長を続けているから、将来もそれが続くという考え方は真面目なアプローチではあるものの、洞察があるとは言えません。もしこの楽観論を主張するのであれば、投資主導で長期的成長を遂げた国の例を示すなど、もっと強い根拠が必要ではないでしょうか。

このようにわずかに納得のいかない部分があるものの、本書の大部分は示唆に富み、何よりも曖昧な不安を抱きがちな未来について明るい展望を示してくれます。日々閉塞感に苛まれている日本のビジネスパーソンには是非一読されることをお勧めします（但し日本に関する記述は極めて辛口ですが）。

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の際して、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。