

# ロシアレポート #31

10年目の検証～やはり BRICs は凄い。足元の減速は想定内。

2013/1/11

## 1. 主要経済指標の推移：景気減速を受け、政策金利は当面据え置かれる見込み

### (1) 実体経済：企業部門鈍化に加え、所得減から消費も減速。足元は年率 1%ペースの成長。

図表 1 ロシアの主要経済指標（主に前年同期比）<sup>1</sup>

分類	経済指標名称	2009	2010	2011	12Q1	12Q2	12Q3	9月	10月	11月
景気	実質GDP成長率(前年同期比、%)*	-7.8	4.3	4.3	4.9	4.0	2.9	—	2.3	1.9
企業	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	0.1	0.8	1.2
	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	2.0	1.8	1.9
	実質固定投資(前年同期比、%)	-15.7	6.0	8.3	16.6	10.2	7.3	-0.2	4.9	1.2
雇用	失業率(原数値、%)	8.4	7.5	6.6	6.5	5.5	5.3	5.2	5.3	5.4
家計	実質可処分所得(前年同期比、%)	3.0	5.9	0.4	1.6	4.1	5.2	4.4	3.5	6.7
	実質小売売上高(前年同期比、%)	-5.1	6.4	7.0	7.6	7.0	4.8	4.5	4.0	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	6.6	6.5	6.5
	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	14.8	15.8	14.4
対外収支	輸出(国際収支ベース、前年同期比、%)**	-35.7	32.1	30.3	16.3	-1.5	-3.5	-1.5	0.0	-5.3
	輸入(国際収支ベース、前年同期比、%)**	-34.3	29.6	30.2	12.1	-1.2	2.5	0.0	7.3	-2.7
	貿易収支(国際収支ベース、億ドル)**	1,116	1,520	1,982	587	497	384	156	145	152
	金外貨準備高(期末値、億ドル)	4,395	4,794	4,986	5,135	5,143	5,299	5,299	5,268	5,282
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	30.92	31.53	30.95
	株価指数(RTS指数、期末値)	1444.6	1770.3	1381.9	1637.7	1350.5	1475.7	1475.7	1434.0	1436.6
	ウラル原油価格(US\$/b)	60.8	78.2	109.6	117.4	106.8	109.4	112.0	110.8	108.6

\*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)

\*\*11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）<sup>2</sup>

	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4(試算)**	12/9	12/10	12/11
実質GDP(前期・前月比、%)	1.0	0.5	1.4	1.4	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4	0.1	0.1
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	N.A.	0.3	-0.7	0.6
実質固定投資(前期・前月比、%)	-15.2	10.0	1.9	9.9	-7.4	5.9	3.2	N.A.	-1.7	2.5	-2.1
実質可処分所得(前期・前月比、%)	-2.1	-0.5	1.5	0.9	-0.4	2.2	2.2	N.A.	0.7	-1.2	2.3
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	N.A.	0.5	0.0	0.4
失業率(%)*	6.8	6.7	6.6	6.3	5.8	5.7	5.7	5.5	5.6	5.5	5.5
輸出(前期・前月比、%)*	12.5	10.2	-2.7	6.3	0.5	-5.3	-2.9	2.5	7.6	-1.5	0.4
輸入(前期・前月比、%)*	13.1	7.9	-3.3	1.8	3.7	-3.3	1.5	-1.4	0.9	0.4	-1.5
貿易収支(億ドル)*	436	498	489	556	532	488	437	487	164	156	162

\*筆者季節調整値。輸出・輸入・貿易収支につき11月は経済発展省、その他は中央銀行。

\*\*12月12月を前月比横ばいとして試算。

<資料> 経済発展省

経済指標を観察する場合、前年比よりも前期比・前月比（季節調整済）のほうがより正確に現状を反映する場合が多いようです。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減速に伴い輸出・輸入・投資など主に企業部門が弱含んでいます。加えて相対的に堅調な労働市場や消費者ローン拡大にもかかわらず、実質可処分所得の減少（インフレ率上昇や公務員給与引き上げ効果剥落の影響が大きいとみられます）と、それに伴う実質小売売上高のもたつきもみえます。結果、11月の実質GDP成長率は前月比+0.1%＝年率+1.2%とロシアの潜在成長率約4%に比して大きく鈍化しています。**

余談ですが、ロシアでは失業率が史上最低水準で推移しているにもかかわらず、実質GDP

<sup>1</sup> 2012年12月の消費者物価指数は前年比+6.6%となりました。

<sup>2</sup> 月次数値のうちシャドー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。

成長率は大きく伸びていないことから判断すると、需要よりも供給が不足している<sup>3</sup>可能性が高いように思われます。従って長期的に経済成長率を高めるには、内外の生産要素（人材・資本・技術）を導入し、教育・研究水準を高めることが必要でしょう。

図表 3 失業率の推移（筆者季節調整値、%）＜資料：国家統計局＞



11月の実質GDPは前期比+0.1%と10月（同+0.1%）と同テンポの成長となりました<sup>4</sup>。

生産面からは小売・輸送がプラスに、建設がマイナスに寄与しました。需要面からは個人消費がプラスに、固定資本投資がマイナスに寄与しました。直近5ヶ月の前月比実質GDP成長率を見ると、うち4ヶ月は+0.1%を超えておらず、景気の減速は明らかです。12Q4の実質GDP成長率（前期比）を試算すると+0.5%と12Q3（同+0.5%）と同テンポの成長となりましたが、これは12年9月（前月比+0.4%）による水準押し上げによるもので、景気実感としてはもっと弱いように感じます。

11月の実質鉱工業生産指数は前月比+0.6%と10月の落ち込み（同▲0.7%）を取り戻したに過ぎず、力強さは感じられません。実質鉱工業生産指数を製造業・インフラ・鉱業の内訳に見ると、製造業は前月比+0.9%（10月同▲0.8%）、インフラは総じて温暖な気候が続いたこともあり同▲0.1%（10月同▲0.6%）と5ヶ月連続の前月割れ、鉱業は同▲0.1%（10月同▲0.3%）と2ヶ月連続の前月割れ、となりました。一方、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⇒10月52.9⇒11月52.3：季節調整済）は11月は前月比若干低下したものの依然分岐点となる50を超えて推移しています。しかし足元の景気減速の主因である外的環境は後述するように2013年前半は緩やかな改善にとどまる可能性が高く、従ってロシア経済も（財政による景気刺激策がなければ）2013年前半は実質GDP成長率が年率4%を下回る低成長にとどまるとみられます。

<sup>3</sup> 実質GDPは需要と供給のうち、どちらか小さい方に決まります。

<sup>4</sup> 2012年1-11月の実質GDP累計は、前年比+3.5%となりました。

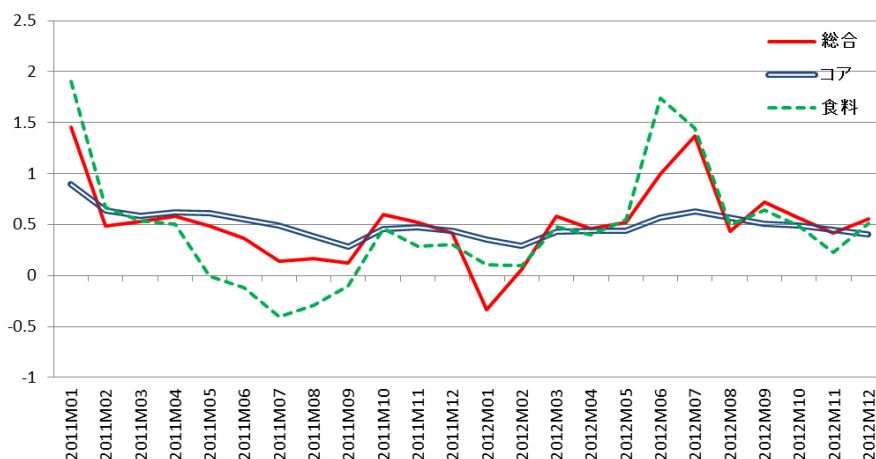
図表 4 財政支出の状況（金額は 10 億ルーブル、前年比は%）

	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	5138.6	11.5	—	—

&lt;資料&gt; 国家統計局

11月の実質固定投資は前月比▲2.1%と前月割れに転じました。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<sup>5</sup>、景気見通しが不透明なこと（1-10月の企業利益は前年比+9.3%と1-9月の同+11.9%から減速）、2012年はQ1・Q2で政府予算消化が例年より進んだ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 5 消費者物価指数の変動（筆者季節調整済前月比、%）&lt;資料：国家統計局&gt;



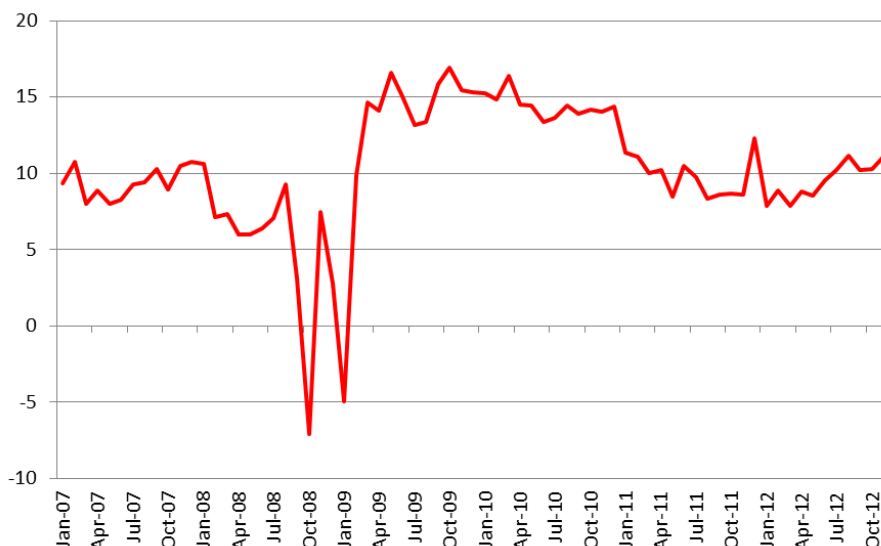
11月の実質可処分所得は前月比+2.3%と大幅な伸びを示しました。実質可処分所得と歩調を合わせるように、11月の実質小売売上高も前月比+0.4%と若干の伸びを示しました。足元でのインフレ率上昇ペースの減速が実質的な所得・消費に寄与した可能性があります。消費の先行きを判断する基準としては、①食料品価格上昇に伴う物価上昇の推移、②消費性向（貯蓄性向）の推移<sup>6</sup>、③消費者ローンの推移、の3点が考えられます。まず①ですが、予想に反して足元での消費者物価指数の伸びは前月比では減速しています（図表5参照）。背景には景気減速・ルーブル高があると思われます。次に②ですが、12年11月の貯蓄性向は11.1%（筆者季節調整値）となり、3月の7.9%からは上昇傾向にありますが、2010年以

<sup>5</sup> 企業向け融資（ルーブル・外貨建て合計）は5月末の前年比+25.3%を直近ピークとした後、10月末は同+18.2%まで減速しています。一方、消費者向けローン（ルーブル・外貨建て合計）は6月末の前年比+44.4%を直近ピークとした後、10月末も同+42.7%と高い伸びを維持しています。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。

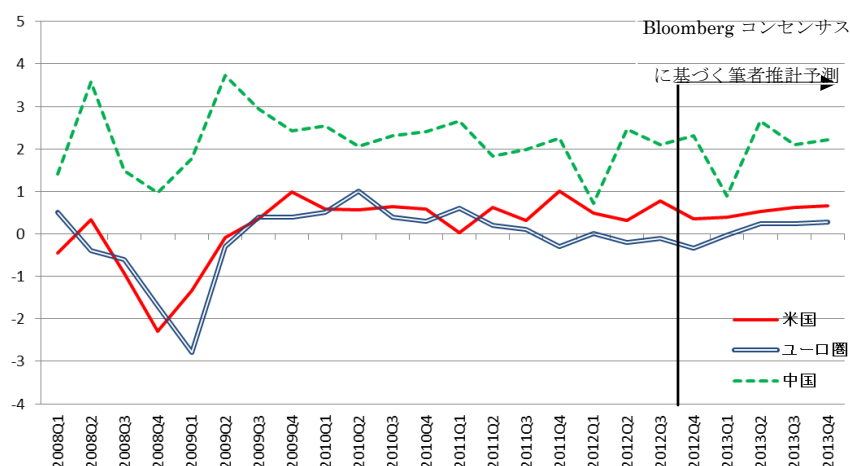
<sup>6</sup> 2011年通年で見ると、実質可処分所得が前年比+0.4%しか伸びていないのに対し、実質小売売上高は同+7.0%も増加しました。

降の平均 11.3%に近づきつつあることから、更なる急上昇は考えにくい状況です。③については 9 月の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。またロシア政府・中銀は消費者ローンの急拡大に懸念を抱いており、今後も様々な手段を通じて消費者ローン抑制に努めると考えられます。このように①消費者物価、②貯蓄率、は消費に対してほぼ中立に、③消費者ローン、はネガティブに作用すると考えられ、少なくとも当面消費が急拡大することはなさそうです。但し 11 月の失業率は 5.5%（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、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。また政府が景気刺激策をとれば、個人消費にもポジティブな影響が及ぶでしょう。

図表 6 貯蓄率の推移（筆者季節調整値、%）＜資料：国家統計局＞



図表 7 主要国の実質 GDP 成長率実績と予測（季節調整済前期比、%）



11 月の輸出は前月比+0.4%とプラスに転じましたが、前月の落ち込み（同▲1.5%）を埋

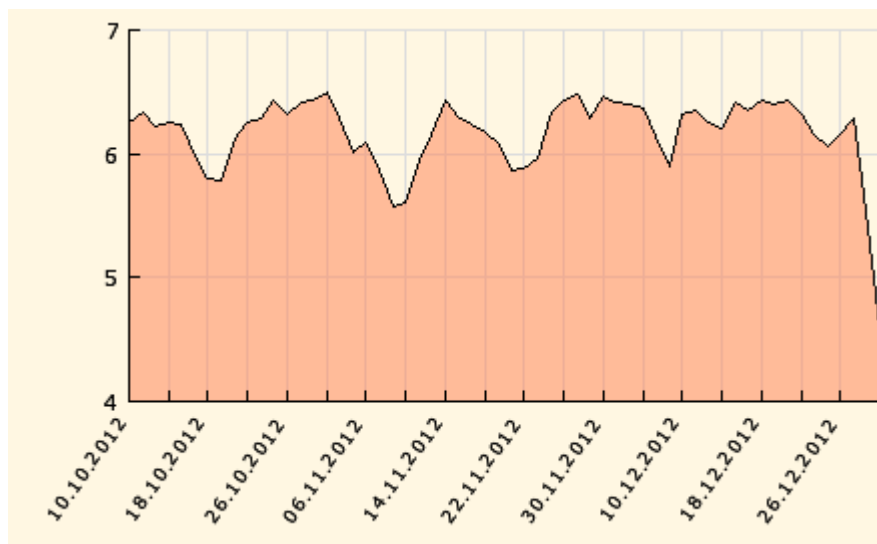
め合わせるには至りませんでした。図表 7 は主要国の実質 GDP 成長率の実績と予測ですが、これによれば 2013 年前半の主要国経済は緩やかな回復にとどまるようです。従い、ロシアの外需も（資源価格の急上昇がなければ）当面は冴えない動きがつづくと考えます。12Q4 の筆者試算値は前期比+2.5%と回復に転じていますが、これは 9 月（前月比+7.6%）の水準押し上げが効いたものと考えられ、景気実感に照らせば違和感のある数字です。また相対的に堅調だった輸入も 11 月は前月比▲1.5%と減少に転じました。固定資本投資の抑制姿勢が反映されたものと思われます。

図表 1 の金外貨準備高は 11 月は前月比 14 億ドル増加しました。このうちユーロ・ポンド・円・カナダドルが米ドルに対して下落したことによる評価益は 5 億ドル、ロシア中銀によるネット売りは 1 億ドル、金価格上昇による評価益は 5 億ドルとなっています。その他要因による増加は 6 億ドルです。

足元の為替は 11 月中旬以降はルーブル高方向に推移し、その後も安定を維持しています（1/10 現在 30.295 ルーブル/US\$）。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）をつけた後は緩やかな低下を続けましたが、11 月中旬以降盛り返し、1/9 の終値は 1568.59 となっています。ウラル原油価格は 8 月中旬以降で見れば極めて緩やかな低下傾向が続いていましたが、12 月初旬から上昇を始め、1 月 10 日現在 US\$110.29/b となっています。マーケットは総じてポジティブな動きを示しています。

## (2) 物価と金融政策：景気減速を受け、政策金利は当面据え置かれる見込み

図表 8 ロシアの短期金利の推移（MIACR<sup>7</sup> 1 日物、%、資料は CBONDS 社サイト<sup>8</sup>）

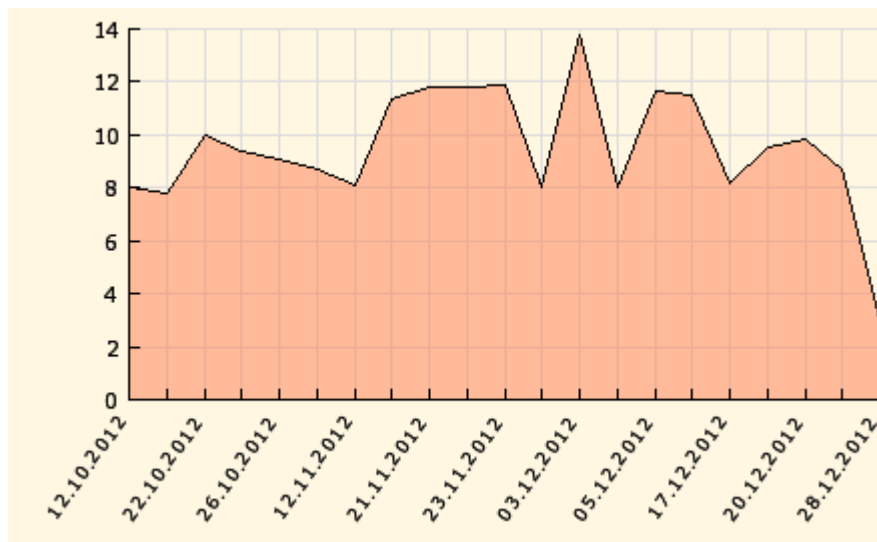


<sup>7</sup> Moscow Interbank ACTual Rate

<sup>8</sup> [http://www.cbonds.info/rus/index/index\\_detail/group\\_id/19](http://www.cbonds.info/rus/index/index_detail/group_id/19)



図表 9 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 12/10 の会議後、声明を発表しました。要旨は下記の通りです。

- 主要政策金利（リファイナンス金利＝8.25%）は据え置き。
- 12/11 から預金金利を 0.25%引き上げ（4.25%⇒4.50%）。12/11 から通貨スワップ金利を 0.25%引き下げ（6.75%⇒6.50%）。この決定は、資本市場の金利変動を抑制し、金利を通じた金融政策の効果を高める。
- ここ数ヶ月は多くの財・サービス価格の安定<sup>9</sup>が見られ、非食料品価格については価格上昇テンポの鈍化が見られる。
- 但し、依然目標インフレ率（前年比+5.0-6.0%）<sup>10</sup>の上限を超えており、経済主体のインフレ期待への影響を通じたインフレリスクの火種は残っている。
- 一方、9 月のリファイナンス金利引き上げはある程度インフレ期待を抑制している。
- 従来通り、需要側からのインフレ圧力は無い。
- 経済活動のクールダウンを反映して、第 3 四半期の実質 GDP 成長率は前年比+2.9%に低下。10 月もその傾向が続いている。一方、経済主体のセンチメントはポジティブな状態を維持している。堅調な労働市場とローン拡大が内需を下支えしている。総供給はほぼ限界に近いと見ている。
- ローン拡大テンポは落ち着きつつある。しかしその水準は高く、金融引締めにより景気が悪化するリスクは小さいと考える。
- 現在の金利水準は妥当と判断する。

今回の注目点は、「現在の金利水準は妥当と判断する」旨の文言でしょう。足元の経済活

<sup>9</sup> 食料品価格の安定には肉類価格安定（WTO 加盟による豚肉輸入の増加、飼料穀物価格高騰による屠畜数増加）や野菜・果実類価格安定も寄与しています。

<sup>10</sup> 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。足元の物価上昇に対応したものと考えられます。

動減速と、それに伴うインフレ圧力の減退を受けて、中銀は当面金利を据え置く判断をした模様です。

## 2. 10年目の検証～やはり BRICs は凄い。足元の減速は想定内。

BRICs<sup>11</sup>という概念を世界に浸透させた 2003 年の Goldman Sachs 社（以下 GS 社）のレポート”Dreaming With BRICs : The Path to 2050<sup>12</sup>”が公開されてから 10 年が経とうとしています。「2039 年までに BRICs の経済規模は G6 を超える」という衝撃的な予測は話題となり、同時に BRICs という言葉も完全に定着した感があります。

しかし足元の BRICs 経済の減速を受け、インドネシア等の東南アジア諸国の方が市場として有望である、との論調も出始めました。経済成長規模以外の要因、例えば競合の多寡や株・債権の利回りを考慮すれば、そういう考えにも同意できます。しかし、純粋に経済成長規模だけを考えた場合はどうでしょうか。以下 3 つの方法で BRICs の実力を測定してみました。尚、今日では BRICs に南アフリカ<sup>13</sup>を含めますが、ここでは誕生当初の概念（ブラジル・ロシア・インド・中国）に従って分析を進めました。

### (1) 2003～2012 年の実績：際立つ BRICs の存在感

図表 1 2003～2012 年の経済成長規模上位 20 ヶ国（GDP 増分は購買力平価ベース）

順位	国名	GDP増分(10億ドル)
1	中国	8,225
2	米国	4,511
3	インド	2,776
4	ロシア	1,108
5	日本	1,082
6	ブラジル	988
7	ドイツ	890
8	韓国	679
9	メキシコ	622
10	インドネシア	609
11	英国	591
12	フランス	566
13	トルコ	552
14	カナダ	439
15	イラン	435
16	アルゼンチン	414
17	台湾	387
18	スペイン	358
19	ポーランド	353
20	豪州	348

<資料>IMF

まずこの 10 年間で BRICs の経済規模がどのくらい拡大したかを確認してみましょう。

<sup>11</sup> BRICs の概念が初めて紹介されたのは Goldman Sachs 社の”Building Better Global Economic BRICs”とされています。レポートは下記 URL から入手可能です。  
<http://www.goldmansachs.com/our-thinking/topics/brics/brics-reports-pdfs/build-better-brics.pdf>

<sup>12</sup> <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/topics/brics/brics-reports-pdfs/brics-dream.pdf>

<sup>13</sup> ”Dreaming With BRICs : The Path to 2050”の P11 では南アフリカの 2050 年までの経済予測と、BRICs と比較した場合の経済規模の小ささが指摘されています。

IMF の”World Economic Outlook October 2012”のデータベースにある購買力平価（PPP）ベースの GDP データを用いて、2003 年から 2012 年（但し 2012 年は見込み）までの経済成長規模が大きい国上位 20 ヶ国をリストアップしてみました。

このリストを見ると説明するまでもなく BRICs の実績の大きさが分かります。米国・日本を除けば上位は BRICs が独占しています（こうして見ると、日本もかなり魅力的なマーケットであることが再確認できます）。現在は BRICs に含まれている南アフリカは上位 20 ヶ国に入っていないし、東南アジアからはインドネシアしか上位 20 ヶ国に入っていない。2003～2012 年までの経済成長規模実績だけから判断すれば、やはり BRICs の存在感は際立っています。

## (2) 2012～2017 年の予測：やはり際立つ BRICs の存在感

次に IMF の 2017 年までの経済予測を利用して、2012～2017 年までの経済成長規模を比べて見ました。

図表 2 2012～2017 年の経済成長規模上位 20 ヶ国（GDP 増分は購買力平価ベース）

順位	国名	GDP増分(10億ドル)
1	中国	7,816
2	米国	4,092
3	インド	2,331
4	ロシア	785
5	ブラジル	780
6	日本	688
7	インドネシア	603
8	韓国	511
9	ドイツ	497
10	メキシコ	495
11	英国	493
12	トルコ	372
13	フランス	360
14	台湾	323
15	カナダ	315
16	豪州	260
17	タイ	249
18	サウジアラビア	245
19	イタリア	235
20	アルゼンチン	230

<資料>IMF

ここでもやはり BRICs が際立っています（そしてやはり日本も上位に入っています）。リストを見ると、東南アジアからはインドネシアに加えタイがランクインしています。またやはりここでも南アフリカはリストに入りませんでした。

## (3) GS 社予測と実績の比較：2012 年までは予測通りか予測以上。足元の減速は想定内。

次に GS 社が”Dreaming With BRICs : The Path to 2050”で行った予測と、2012 年までの実績（但し 2012 年は見込み）を比較してみましょう。



図表3 GS社予測と実績の比較

	ブラジル		ロシア		インド		中国	
	GS社予測	実績	GS社予測	実績	GS社予測	実績	GS社予測	実績
2003	1.1	1.1	6.1	7.3	5.6	6.9	8.1	10.0
2004	3.5	5.7	4.4	7.2	5.9	7.6	8.4	10.1
2005	4.2	3.2	5.8	6.4	6.2	9.0	7.9	11.3
2006	4.1	4.0	5.3	8.2	6.2	9.5	7.6	12.7
2007	4.1	6.1	4.8	8.5	6.1	10.0	7.3	14.2
2008	4.1	5.2	4.5	5.2	6.1	6.9	7.1	9.6
2009	4.2	-0.3	4.3	-7.8	6.1	5.9	6.9	9.2
2010	4.2	7.5	4.1	4.3	6.1	10.1	6.6	10.4
2011	4.1	2.7	4.0	4.3	6.0	6.8	6.4	9.2
2012	4.1	1.5	3.8	3.7	6.0	4.9	6.0	7.8
03-12平均	3.8	3.7	4.7	4.7	6.0	7.8	7.2	10.5
2010-2015	4.1	—	3.8	—	5.9	—	5.9	—
2015-2020	3.8	—	3.4	—	5.7	—	5	—
2020-2025	3.7	—	3.4	—	5.7	—	4.6	—
2025-2030	3.8	—	3.5	—	5.9	—	4.1	—
2030-2035	3.9	—	3.1	—	6.1	—	3.9	—
2035-2040	3.8	—	2.6	—	6	—	3.9	—
2040-2045	3.6	—	2.2	—	5.6	—	3.5	—
2045-2050	3.4	—	1.9	—	5.2	—	2.9	—

&lt;資料&gt;IMF、Goldman Sachs

結論として言えることは、今日までの BRICs の成長は（リーマンショックのような不測の外的ショックがあったにもかかわらず）GS 社の予測通りか、もしくはそれを上回るペースが続いているということです。おそらく世の中の一部に見られる BRICs 経済に対する懐疑論の背景には、「リーマンショック以降、BRICs 経済にかつての勢いが無くなった」というものでしょう。しかし GS 社の予測は経済の成熟に伴う成長ペースの鈍化も予測に組み入れており、その上で 2039 年までに BRICs の経済規模は G6 を超えるとしているのです。

つまり BRICs 経済の減速が叫ばれていますが、この程度の減速は予測の範囲内であり、少なくとも現時点で何ら BRICs の将来性を曇らせるものではないということです。

それにしても驚愕すべきは GS 社の予測の精度の高さでしょう。特にロシアについては 2003～2012 年までの平均成長率を 4.7%と見事に的中させています。このような GS 社の洞察力を見るにつけ、同社が推奨する BRICs の将来に期待を抱かざるを得ません。

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	<a href="http://www.marubeni.co.jp/research/index.html">http://www.marubeni.co.jp/research/index.html</a>	

## (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。