

ロシアレポート #42：経済堅調も、①米利上げ②制裁強化③貿易戦争、がリスク

1. 主要経済指標の推移：経済堅調も、①米利上げ②制裁強化③貿易戦争、がリスク

図表 1 ロシアの主要経済指標（特に断りが無ければ前年比、%）

分類	経済指標名称	2015	2016	2017	2017		2018			18/4	18/5	18/6	18/7	18/8	18/9
					Q3	Q4	Q1	Q2	Q3						
景気	実質GDP成長率	-2.5	-0.2	1.5	2.2	0.9	1.3	1.9	-	-	-	-	-	-	-
企業	実質鉱工業生産指数	-0.8	2.2	2.1	2.5	-1.7	2.8	3.2	2.9	3.9	3.7	2.2	3.9	2.7	-
	実質固定投資	-10.1	-0.2	4.4	2.2	6.4	3.6	2.8	-	-	-	-	-	-	-
雇用	失業率(筆者季節調整値、%)*	5.6	5.5	5.2	5.2	5.0	4.9	4.8	-	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	-
家計	実質可処分所得	-3.2	-5.8	-1.7	-2.0	-1.0	1.1	2.3	-	5.8	0.3	0.7	2.3	-0.9	-
	実質賃金(1人あたり)	-9.0	0.8	2.9	3.1	5.9	10.2	7.6	-	7.6	7.6	7.2	7.5	7.0	-
	実質小売売上高	-10.0	-4.6	1.3	2.0	3.3	2.4	2.9	-	2.9	2.6	3.3	2.7	2.8	-
物価	消費者物価指数	15.7	7.2	3.6	3.3	2.6	2.3	2.5	-	2.5	2.5	2.4	2.6	3.1	-
	通貨供給量(期末値)	11.3	9.2	10.5	9.5	10.5	9.9	11.4	-	11.5	10.3	11.4	11.8	12.6	-
対外経済	輸出(国際収支ベース)	-31.3	-17.5	25.5	19.2	24.3	22.9	29.9	-	38.0	29.4	23.2	39.5	28.7	-
	輸入(国際収支ベース)	-37.3	-0.8	24.4	21.4	22.0	19.4	8.0	-	13.9	9.1	1.7	0.9	-3.5	-
	貿易収支(国際収支ベース、億ドル)	1,484	902	1,154	207	350	441	456	-	152	151	153	134	158	-
	外貨準備高(金除く、期末値、億ドル)	3,198	3,175	3,561	3,512	3,561	3,775	3,786	3,817	3,787	3,761	3,786	3,806	3,834	3,817
市場	為替レート(ルーブル/US\$1)	62.0	66.3	58.1	58.8	57.9	56.4	62.5	-	62.0	62.6	62.8	62.8	68.1	-
	株価指数(RTS指数、期末値)	757	1,152	1,154	1,137	1,154	1,249	1,154	1,192	1,154	1,163	1,154	1,173	1,092	1,192
	北海ブレント原油価格(US\$/b)	53.6	45.0	54.8	52.2	61.5	67.2	74.9	76.0	71.8	77.0	75.9	75.0	73.8	79.1

<資料>ロシア国家統計局、ロシア経済発展省、ロシア中央銀行

*2016年までは15-72歳における失業率、2017年以降は15歳以上における失業率。

(1) 景気：実質 GDP は 7 四半期連続前年超え。IMF は 2018 年+1.7%、2019 年+1.8%の経済成長を予測。

ロシアの実質 GDP は 2016 年 Q4 から 2018 年 Q2 まで 7 四半期連続で前年比プラス成長を続けています。なお IMF は 2018 年 10 月の世界経済見通しで、ロシアの実質 GDP 成長率を 2018 年前年比+1.7%（前回 7 月見通しと同じ）、2019 年同+1.8%（前回 7 月見通しから+0.3%上方修正）と予測しています。

尚、ロシア経済発展省の推計によれば、8 月の月次実質 GDP 成長率は前年比+1.0%（同省によれば 1-8 月の実質 GDP 成長率は前年比+1.6%）と、7 月の同+1.8%から減速しています。前年比で見た場合、主要な減速要因は農業（8 月前年比▲10.8%）です。

(2) 企業：ロシア経済は内需主導から外需主導へ。リスクは①米利上げ②制裁強化③貿易戦争。

図表 2 実質鉱工業生産指数の内訳（前年比、%）

	2016	2017	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18/6	18/7	18/8
実質鉱工業生産指数	2.2	2.1	4.5	2.5	-1.7	2.8	3.2	2.2	3.9	2.7
鉱工業	2.3	2.1	4.0	2.5	-0.4	1.5	2.2	2.8	3.2	4.5
原油・ガス生産	2.1	0.4	1.9	0.9	-2.4	-0.4	1.6	2.7	2.8	3.4
製造業	2.6	2.5	5.1	2.9	-1.6	3.7	4.3	2.2	4.6	2.2
冶金	2.4	0.8	2.5	5.6	-6.5	5.9	-0.8	-12.8	4.0	-5.7
電力・ガス・熱	2.0	-0.4	3.4	1.3	-6.9	2.9	0.5	1.7	1.8	0.1
上下水道・清掃	0.8	-2.1	-2.0	-5.0	-4.3	-2.3	-1.9	-2.3	1.0	5.5

<資料>ロシア経済発展省

実質 GDP と相関性の高い実質鉱工業生産指数も順調に拡大しています¹。なお OPEC 等との協調減産が一巡したこと、6/22-23 の OPEC 会合で減産目標が変更されたこと、などを受け、実質鉱工業生産指数に含まれる原油・ガス生産は 6 月以降比較的高い伸びを維持しています。7-8 月の石油生産は新生ロシアとしてピークに近い

¹ 新たに発表された 9 月の実質鉱工業生産指数は前年比+2.1%とやや減速気味です。前年比で労働日数が 1 日少なかったという要因があるものの、実質鉱工業生産指数の伸び率が低下傾向にあることは否めません。相対的に鉱工業は堅調なものの、製造業が弱い傾向にあります。

1,121 万 b/日に達しています（2018 年上半期平均は 1,098 万 b/日）。また LNG 生産も前年比二桁台%の伸びが続いています。

一方、2018 年 Q2 の実質固定投資は前年比+2.8%まで減速しました。更にロシア経済発展省によれば、機械設備輸入・建設作業量の減速などから察するに、足元では固定資本投資が一層減速している可能性が高いとのこと。ロシアも含む世界的な金融市場の動揺が企業センチメントを悪化させている模様です。

かかる状況下、ロシア政府は 2019 年からの付加価値税率引き上げ・年金支給開始年齢引き上げを決めました。この背景には、「6 年間で投資の対 GDP 比を 2017 年の 21.7%から 25%に増やす」という政府の計画、つまり「消費から投資へ²」という政府の姿勢が垣間見えます。主要な投資先は、インフラや人的投資（健康増進・貧困撲滅）になると考えられますが、計画の先行きについては予断を許しません。

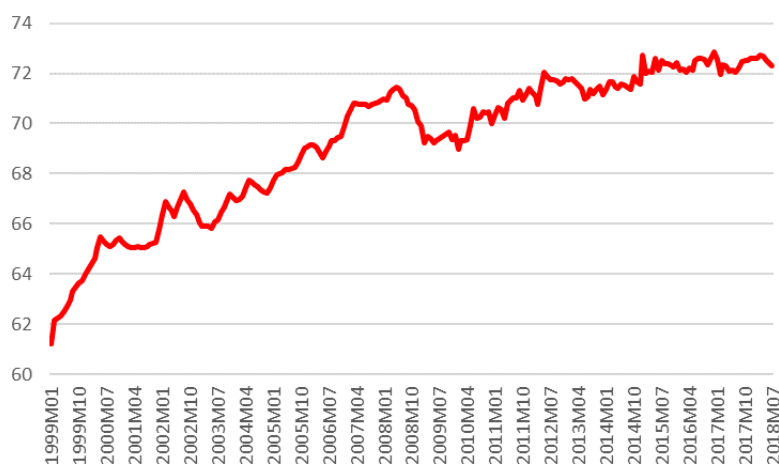
最近まで、ロシア経済の景気加速要因は、①好調な海外経済、②原油価格安定、③インフレ率低下と金融緩和、で、景気減速要因は、①財政健全化（財政支出抑制、IMF によればロシアの財政支出は 2017 年対 GDP 比 34.757% に対し、2018 年は同 33.850%）、②OPEC 等との原油協調減産、と考えられていました。しかしここに来て、景気加速要因のうち③インフレ率低下と金融緩和、が、景気減速要因のうち②OPEC 等との原油協調減産、がいずれも影響を弱めており、ロシア経済は「内需主導から外需主導にシフトする」と見込まれます。

一方、リスク要因として、①米国の金融引締め（に伴う世界的な資産価格調整や新興市場国からの資金流出および通貨安）、②米国による対ロ制裁強化、③貿易戦争（に伴う世界経済の減速）、④地政学的リスク（中東・東アジア）、には注意が必要です。

(3) 雇用・家計：労働市場はほぼ完全雇用か。今後は金利・物価上昇に加え、VAT 改革・年金改革も消費下押し。

労働人口の伸び悩みという構造的要因を受け、2018 年 8 月の失業率（季節調整値）は 4.8%と史上最低水準を維持しています。これはほぼ完全雇用状態とみられ、今後失業率がさらに大きく低下することは期待できず、賃金上昇や労働投入量の減少といった供給側にとって否定的な現象の顕在化が懸念されます。

図表 3 雇用者数の推移（単位：100 万人、2016 年まで 15-72 歳、2017 年以降は 15 歳以上）
（ロシア国家統計局データを筆者季節調整）



実質可処分所得（ロシア全体の実質可処分所得合計）は 2018 年に入りようやく前年比プラス基調に転じました。実質可処分所得に比して実質賃金（1 人あたり）は人手不足を反映して力強く増加しています³。但し足元で

² 2019 年に向けて財政ルール緩和が予想されます。その結果、ロシア政府の純借入額は現在の対 GDP 比約 0.8%から 2019 年には同約 1.3%に増加すると予想されます。

³ 実質 GDP ベースの個人消費と相関性が高いのは実質小売売上高と実質賃金であり、実質 GDP ベースの個人消費の動きを予測するには、実質小売売上高・実質賃金の動きをフォローするのが得策のようです。尚、実質小売売上高は実質 GDP ベースの個人消費を推計する際の基礎統計のひとつですので、当然実質 GDP ベースの個人消費との相関性は高くなります。

は徐々にインフレ率が上昇しており、実質所得の先行きには警戒が必要です。

8月の実質小売売上高は引き続き高い伸び（前年比+2.8%）を記録しました。実質賃金の伸びに加え、消費者センチメント改善に伴う消費性向上昇（以下いずれもQ2の消費性向。2014年73.2%、2015年69.7%、2016年71.5%、2017年74.0%、2018年74.8%）が効いているようです。但し、ロシア経済発展省によれば、乗用車販売（2018Q1前年比+21.7%⇒2018Q2同+15.3%⇒2018Q3同+9.1%）・内外航空利用・海外インターネット購入といった2017年から2018年初めまで活況を示した分野が足元で落ち着き始めている模様です。

個人消費の先行きを考えると、今後は物価上昇に加え、利上げの悪影響が懸念されます。また来年から実施される付加価値税率引き上げ、年金支給開始年齢引き上げも消費を下押しするでしょう。

(4) 物価：一層のルーブル安を回避すべくロシア中銀は利上げに転じる。景気への悪影響を懸念。

足元では消費者物価指数の伸び幅がついに3%台に達しました⁴。またトルコやアルゼンチンでの通貨暴落を受け、ロシア中銀は、インフレ抑制とルーブル安回避を目的に、9/14に市場予想に反して0.25%の利上げを決定しました（政策金利は7.5%に）。ロシア中銀は今後も必要に応じて利上げを行う可能性を示唆しており、景気への悪影響が懸念されます。

(5) 対外経済：油価安定で輸出加速、外準増加。一方、ロシア国債の外国人保有シェアは低下。

中東情勢の変化を受けて原油価格が上昇しており、エネルギーを中心とするロシアの輸出も加速しています。一方、春先以降のルーブル安を受け輸入の伸びは限定的で、その結果GDPにプラスに寄与する貿易黒字は拡大傾向です。ロシア経済発展省の推計によれば、18年4-6月期に16年10-12月期以来はじめて純輸出が前年比ベースでGDPにプラス寄与したとのことです。背景には輸出の加速もありますが、内需鈍化による輸入減少という負の側面もあります。ロシア経済の耐久力を反映すると筆者が見ている外貨準備高は、2016年に入ってから増加基調に転じており、現在の環境（特に原油価格）が続けば、引き続き公的債務デフォルトの可能性は低そうです。

一方、資本収支側に目を移すと、2018年Q2から非居住者によるロシア国債離れが始まりました。ここまで非居住者によるロシア国債保有シェアは長期的に上昇を続けてきましたが、同シェアは2018年4月に34.5%とピークに達したのち、9月は26.6%まで低下しました。シェアの低下が4月から急激に起こったことを考えると、米国の利上げよりも、4月の米国の対ロ制裁強化を受けた投資家のリスク回避行動である可能性が高そうです。加えて、純対内直接投資の減少も懸念されます。

(6) 市場：ロシア中銀はルーブル安を警戒し、年内の外貨購入停止を決定

8月は新興市場国を中心とする金融市場の動揺を受け、ロシアの通貨・株価も下落しました。加えてロシアの場合、米国による新制裁の可能性⁶も株価・通貨を下押ししました⁷。ロシアでは財政ルールの変更により、追加石油ガス収入（2018年は基礎原油価格US\$40.8/bを実際の油価が超えた場合の収入）による外貨買い・ルーブル売りルールが導入されています（油価が上昇しても安値圏でのルーブルレートが維持され、輸出競争力が維持されるというメリットをもたらす。追加的に購入された外貨は国民福祉基金に積み上げられ、ロシア経済の耐久力を増す。）。しかし通貨安定のため、ロシア中央銀行は新財政ルールに基づくルーブル売り・外貨買いのオペレー

⁴ 9月の消費者物価指数は前年比+3.4%。

⁵ ロシア国家統計局によれば、9月のコアインフレ率（変動の大きい要因を除いたインフレ率）は前年比+2.8%（前月同+2.6%）まで上昇しています。

⁶ 仮に米国がロシア国債に対し制裁を課した場合、ロシア中銀は国債市場に介入することを公言しています。

⁷ ロシア経済発展省は、8/27に発効した新たな制裁の追加的効果は限定的としています。また8月の動揺は短期的にはロシア経済に影響するものの、長期的には影響を及ぼさないとロシア経済発展省は述べています。

ションを年末まで停止することを決定しました。

2. ロシア経済発展省による経済見通し（2018年8月改訂）：消費から投資へ

8月の金融市場動揺を受けて、ロシア経済発展省は従来の経済見通しを改訂しました。詳細は以下の通りです。

図表 4 ロシア経済見通し（2018年8月改訂、特に断りが無ければ前年比、%）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ウラル原油価格（\$/b）	69.6	63.4	59.7	57.9	56.4	55.1	53.5
実質GDP	1.8	1.3	2.0	3.1	3.2	3.3	3.3
消費者物価	2.7	4.6	3.4	4.0	4.0	4.0	4.0
為替（ルーブル/\$1）	61.7	63.9	63.8	64.0	64.7	66.3	68.0
小売売上高	2.9	1.7	2.0	2.6	2.6	2.7	2.8
固定資本投資	2.9	3.1	7.6	6.9	6.6	6.4	6.1
経常収支（対GDP比%）	5.8	4.4	2.9	2.0	1.5	1.3	1.1
失業率（%）	4.8	4.8	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6

<出所> ロシア経済発展省

3. ロシア国債への制裁は効かない？～制裁の過激化に懸念

(1) 11月にも発動が懸念される対ロシア国債制裁の影響は軽微か？

現在、ロシアビジネス関係者が特に懸念しているのが、11月にも発動されるかもしれないロシア国債に対する米国の経済制裁です（現在米議会で審議中の Defending American Security from Kremlin Aggression Act あるいは Defending Elections from Threats by Establishing Redlines Act に基づく制裁が懸念されている）⁸。

筆者はそれが発動される際のインパクトを「2014年～2015年のルーブル危機の再来に匹敵する」と考えていました。しかし最近そのインパクトはさほど大きくないのでは、と思うようになりました。理由は大きく分けて3つあります。

第1にロシア側の準備です。ロシア財務省・ロシア中央銀行、いずれも「ロシア国債に対する制裁が発動された際には行動する準備がある」旨の発言を行っています。米国の制裁発動を遠ざけようとする「はったり」とも解釈できますが、ロシア国内景気がさほど良くない中でロシア政府が決定した2019年からの付加価値税引き上げ、ロシア中央銀行による利上げ、からはロシア政府・中央銀行の強い意思と能力が垣間見えます。

第2に投資家の準備です。例えばロシア中央銀行によると、ロシア国債発行残高に占める非居住者保有比率は今年1月1日時点では33.1%でしたが、9月1日には26.6%まで低下しました。この結果、1月時点に比べれば制裁発動のインパクトは小さくなっているはずですが。

これをもって「発動せずとも既に制裁が効いている」とする見方もありますが、時間をかけて投資家が制裁を織り込んだことで、市場の行過ぎ（overshoot）が回避されたとも解釈できます。

⁸ 11月に発動が懸念される制裁として、Chemical and Biological Weapons and Warfare Elimination Act of 1991 に基づく制裁の第2弾もある（英国におけるスクリパリ親子毒殺未遂疑惑に対するもので、第1弾は8月に発動済み。当該法によれば、第2弾は米国大統領が「外国政府が化学・生物兵器を使用した」と判断してから3カ月以内に、制裁対象国が一定の条件を満たしたことを米大統領が認定し米議会に通告しなければ、以下の制裁措置の内、少なくとも3措置が適用されるとなっている。

- (1) 国際金融機関による対象国への融資案件に反対（例えば、世銀米理事は対ロ融資に反対票を投じる）
- (2) 米国銀行による融資、信用供与（但し、食料、農産物コモディティの購入に関連する融資は可）
- (3) 対象国への輸出禁止
- (4) 対象国からの輸入を制限
- (5) 対象国との国交をダウングレード
- (6) 対象国の民間航空機による米国への入国・米国からの出国を停止

図表 5 ロシア国債発行残高に占める非居住者保有比率（％、出所：ロシア中央銀行）



第3に環境です。ロシア経済を左右するとされる原油価格は、今年1月平均では69.1ドル/b（北海ブレント）だったのに対し、9月末現在80ドル/b超で推移しています。

加えてロシア政府によれば、6月にOPEC等との原油協調減産が緩和されたことから、足元のロシアの原油生産量（7月平均は1,121万b/d）は2016年10月に記録したピークに迫る水準だといいます。結果、外貨準備高（金含む）は1月の4,477億ドルから8月は4,606億ドルまで増加しています。

なお今年3月1日時点でのロシアの**官民あわせた対外債務が5,237億ドル**（うち政府・中銀が804億ドル）なのに対し、**対外債権は9,230億ドル**（うち政府・中銀が4,270億ドル）もあり、純対外債権国の地位は揺るぎません。

The Economist 誌の調査部門である Economist Intelligence Unit も9月のレポートで次のように述べています。「ロシア国債に対する制裁の影響は限定的となろう。ロシアの国債残高は少なく、財政は均衡か若干の黒字を維持すると思われる。またロシア政府は潤沢な外貨準備を有している。ロシアは今年もGDP比3.5%以上の経常黒字を維持するとみられ、引き続きロシアは対外純債権国の地位を固めるだろう。」

「銀行危機も起きないだろう。金融セクターの多くは既に国家管理下にあるため、当局は危機に瀕した金融機関に十分な流動性を供給するだろう。ロシア国債に対する米国の制裁は、ロシア政府による経済の『非ドル化』を促し、ロシア経済を潜在的な米国の制裁から隔離するだろう。」

(2) 懸念される対ロ制裁の過激化と世界全体への副作用

今年1月29日に米国財務省が議会に提出した『国債と金融派生商品に制裁を拡大した際の影響に関する報告書』はロシア国債に対する制裁について次のように述べています。

「現行制裁を国債とその金融派生商品に拡大した場合、ロシア側が報復に出る可能性がある。また制裁拡大が米国企業や国際市場に悪影響を与える可能性もある。加えて米国単独で制裁を拡大した場合、対ロシア制裁に向けた同盟国との一体感が損なわれる恐れもある。ロシア経済の規模や国際的存在感、国際企業による米国制裁遵守の姿勢、を考慮すれば、制裁拡大の規模や範囲は不確かで、米ロ双方にダメージを与えるかも知れない。」

つまり「ロシア国債に対する制裁は副作用が予測できないため使えない」というのが米国財務省のスタンスでした。

しかし筆者が予想するようにロシア国債に対する制裁が効かないとなれば、米国の対ロ制裁が一層過激化することは必至です。

米国では現在、少なくとも8本の対ロシア制裁関連法案が議会で審議されているといいます。その中には、ロシア政府系銀行を国際決済システムから切り離す、ノルドストリーム2に制裁を加える、といった過激なものも

含まれるといえます。

より過激な制裁は、より過激な副作用をロシア以外の国々にもたらしかねません。早ければ米中間選挙後の11月にも発動されるという新制裁から目が離せません。

以上

担当	丸紅経済研究所 経済調査チーム 榎本 裕洋(えのもと やすひろ)	TEL: 03-3282-3790 E-mail: Enomoto-Y@marubeni.com
住所	〒103-6060 東京都中央区日本橋2丁目7番1号 東京日本橋タワー21階 丸紅経済研究所	
WEB	https://www.marubeni.co.jp/research/	

(注記)

- 本資料は丸紅グループ内での利用を目的としたものであり、対外的な利用に関しては担当までご連絡願います。
- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料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で、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。