

ロシアレポート #43：リスクは①米利上げ、②制裁強化、③貿易戦争

1. 主要経済指標の推移：リスクは①米利上げ、②制裁強化、③貿易戦争

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			18/6	18/7	18/8	18/9	18/10	18/11
					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	1.5	-	-	-	-	-	-	-
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	2.2	3.9	2.7	2.1	3.7	2.4	
	実質固定投資	-10.1	-0.2	4.4	2.2	6.4	3.6	2.8	5.2	-	-	-	-	-	-	-
雇用	失業率(筆者季節調整値、%)*	5.6	5.5	5.2	5.2	5.1	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.7	4.8	4.8	4.8
	実質可処分所得	-3.2	-5.8	-1.2	-1.3	-1.1	0.3	1.3	-1.1	-0.2	1.7	-1.6	-3.2	0.3	-2.9	
家計	実質賃金(1人あたり)	-9.0	0.8	2.9	3.1	5.9	10.2	7.6	6.3	7.2	7.5	6.8	4.9	5.2	4.6	
	実質小売売上高	-10.0	-4.6	1.3	2.0	3.3	2.4	2.9	2.6	3.3	2.8	2.8	2.2	2.0	3.0	
物価	消費者物価指数	15.7	7.2	3.6	3.3	2.6	2.3	2.5	3.1	2.4	2.6	3.1	3.5	3.7	4.0	
	通貨供給量(期末値)	11.3	9.2	10.5	9.5	10.5	9.9	11.4	11.8	11.4	11.8	12.6	11.8	11.5	11.9	
	輸出(国際収支ベース)	-31.3	-17.5	25.5	19.2	24.3	23.0	29.6	30.9	22.8	39.3	29.2	25.6	30.8	-	
対外経済	輸入(国際収支ベース)	-37.3	-0.8	24.4	21.4	22.0	19.4	8.0	-1.8	1.4	1.8	-3.3	-3.8	0.5	-	
	貿易収支(国際収支ベース、億ドル)	1,484	902	1,154	207	350	441	454	480	152	132	159	189	197	-	
	外貨準備高(金除去、期末値、億ドル)	3,198	3,175	3,561	3,512	3,561	3,775	3,786	3,817	3,786	3,806	3,834	3,817	3,785	3,792	
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	65.5	62.8	62.8	68.1	65.6	65.8	66.6	
	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	1,173	1,092	1,192	1,126	1,126	
	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	75.9	75.0	73.8	79.1	80.6	66.0	

<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：リスクは①米利上げ、②制裁強化、③貿易戦争。油価低下に注意。

ロシアの実質GDPは2016年Q4から2018年Q3まで8四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。但しこれらの予測は高めの原油価格（北海ブレント価格で2018年US\$71.90/b、2019年US\$72.28/b）に基づいており、足もとの油価低下には注意が必要です。

尚、ロシア経済発展省の推計によれば、月次実質GDP成長率は10月前年比+2.8%、11月同+1.8%となっています¹。

ロシア経済の現状を整理すると、景気減速要因ばかりが目立ちます。具体的には、①油価低下、②減速する海外経済、③インフレ率上昇と金融引締め、④財政健全化（付加価値税引上げや年金支給年齢引上げなど。IMFによればロシアの一般政府財政収支は2018年対GDP比+1.624%に対し、2019年は同+1.838%）、⑤2019年1月からのOPEC等との原油協調減産、です。

さらにリスク要因として、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米国による対口制裁強化、③貿易戦争（に伴う世界経済、特に中国経済の減速²）、④地政学的リスク（中東・東アジア）、には注意が必要です。

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」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）になると考えますが、計画の先行きについては予断を許しません。

¹ ロシア経済発展省によれば、1-11月の実質GDP成長率は前年比+1.8%。

² 中国はロシアにとって最大の貿易相手国であり、且つ中国経済の減速は油価低下にもつながります。

(2) 企業： 生産は拡大するも減速傾向。けん引役はエネルギー生産。

図表 2 供給側活動指數の内訳（前年比、%）³

	2016	2017	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18/10	18/11
実質GDP成長率	-0.2	1.5	0.9	1.3	1.9	1.5	2.8	1.8
農業	4.8	3.1	0.5	2.6	1.9	-6.1	11.9	-3.9
建設	-2.2	-1.4	-0.6	-4.0	0.9	-0.4	2.9	4.3
小売	-4.6	1.3	3.3	2.4	2.9	2.6	2.0	3.0
輸送	1.8	5.5	2.1	2.4	3.4	2.9	1.5	2.4
実質鉱工業生産指数	2.2	2.1	-1.7	2.8	3.2	2.9	3.7	2.4
鉱業	2.3	2.1	-0.4	1.5	2.2	4.9	7.4	7.8
原油・ガス生産	2.1	0.4	-2.4	-0.4	1.6	4.2	6.1	5.6
製造業	2.6	2.5	-1.6	3.7	4.3	2.2	2.7	0.0
機械	6.5	5.6	-3.2	3.3	7.6	3.7	-6.8	-11.2
電力・ガス・熱	2.0	-0.4	-6.9	2.9	0.5	0.5	-3.2	2.4
上下水道・清掃	0.8	-2.1	-4.3	-2.3	-1.9	4.1	4.8	7.0

＜資料＞ロシア経済発展省

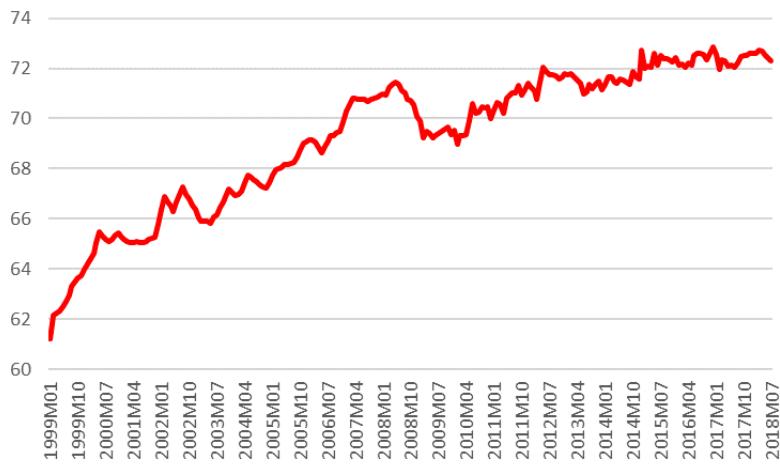
実質 GDP と相関性の高い実質鉱工業生産指数も拡大していますが減速傾向です。なお OPEC 等との協調減産が一巡したこと、2018 年 6 月の OPEC 会合で減産目標が変更されたこと、などを受け、実質鉱工業生産指数に含まれる原油・ガス生産は 6 月以降比較的高い伸びを維持しています。9-11 月の原油生産のペースは 1,140 万 b/d と記録的水準を維持しています。

2018 年 Q3 の実質固定投資は前年比 +5.2% と盛り返しました。これは経済発展省の予測（前年比 1.8-2.3%）を大きく上回る数字です。

(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 11 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たものの、最近は再び前年割れに転じています。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⁴。但し足もとで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

³ ロシア経済発展省試算によれば、2018Q3 の農業生産の減少（史上最高生産だった前年の反動）は同期の実質 GDP 成長率を 0.5%pt 下押ししているとのことです。

⁴ 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

要です。

実質小売売上高は引き続き堅調な伸び（前年比+2%台）を維持しています。実質賃金の伸びに加え、消費者セシメント改善に伴う消費性向上昇（以下いずれも Q3 の消費性向。2014 年 75.7%、2015 年 72.1%、2016 年 75.8%、2017 年 78.6%、2018 年 81.2%）が効いているようです。また物価上昇を見越した駆け込み需要もある模様です。

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：インフレとルーブル安を回避すべくロシア中銀は利上げ。景気への悪影響を懸念。

足もとでは消費者物価指数の伸び幅がついに 4%台に達しました。ロシア中銀は、インフレ抑制（1 月から付加価値税が引上げられるので）とルーブル安回避を目的に、12 月 14 日の金融政策決定会合で主要政策金利を 7.5%から 7.75%に引き上げることを決定しました。2018 年は 9 月以来 2 度目の引き上げとなります。また 2019 年 1 月 15 日から外貨の定期購入⁵を再開することも明らかにしました。

ロシア中銀は、インフレ率は付加価値税引上げ後の 2019 年 3-4 月にピークに達した後減速し、2019 年末までには 5.0-5.5%に低下、2020 年には 4%の水準に戻ると予測しています。

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

エネルギーを中心とするロシアの輸出は加速しているものの、ここにきて油価が低下しており、今後の影響が気になります。一方、2018 年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。結果、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いますが、今後は油価低下の影響に注意が必要です。

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。非居住者によるロシア国債保有シェアは 2018 年 4 月に 34.5%とピークに達したのち、11 月末は 24.7%まで低下しました。シェアの低下が 2018 年 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 月の米国の対ロシアクレーム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：小康状態

2018 年 8 月は新興市場国を中心とする金融市場の動揺を受け、ロシアの為替・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・為替を下押ししました⁷。しかし 9 月以降株価・為替は概ね安定し、昨年 12 月末の世界的な変動を除けば市場は小康状態にあるといえます。

以上

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。

⁵ ロシアでは財務省の予算規則に従って外貨準備高を拡大する目的で、原油価格が基準値（2019 年は 1 バレル 41.6 ドル）を上回った場合、歳入予算で外貨買い・ルーブル売りを行うことになっています（購入した外貨は国民福祉基金に積み上げ）。しかし、2018 年 8 月上旬に米国による対ロシア追加制裁懸念でルーブルが大幅下落したことを背景に、外貨買いを中断していました。

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。

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。