

ロシアレポート #44：リスクは残るも、金融政策・油価にわずかな明るさも

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、だが、金融政策・油価に光明も

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	2018	2017 Q4	2018				18/7	18/8	18/9	18/10	18/11	18/12
							Q1	Q2	Q3	Q4						
景気	実質GDP成長率	-2.5	0.3	1.6	2.3	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	2.9	-1.7	2.8	3.2	2.9	2.7	3.9	2.7	2.1	3.7	2.4	2.0
	実質固定投資	-10.1	-0.2	4.8	-	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	4.8	5.0	4.9	4.8	4.8	4.7	4.8	4.8	4.7	4.8	4.8	4.7
	実質可処分所得	-3.2	-5.8	-1.2	-0.2	-1.1	0.3	1.3	-1.6	-0.7	1.5	-2.3	-4.1	0.3	-3.1	0.1
家計	実質賃金(1人あたり)	-9.0	0.8	2.9	6.8	5.9	10.2	7.6	6.3	3.8	7.5	6.8	4.9	5.2	4.2	2.5
	実質小売売上高	-10.0	-4.6	1.3	2.6	3.3	2.4	2.9	2.6	2.7	2.8	2.8	2.2	2.0	3.0	2.3
物価	消費者物価指数	15.7	7.2	3.6	3.0	2.6	2.3	2.5	3.1	4.0	2.6	3.1	3.5	3.7	4.0	4.4
	通貨供給量(期末値)	11.3	9.2	10.5	11.0	10.5	9.9	11.4	11.8	11.0	11.8	12.6	11.8	11.5	11.9	11.0
対外経済	輸出(国際収支ベース)	-31.3	-17.5	25.5	25.6	24.3	23.0	29.6	30.9	20.1	39.3	29.2	25.6	30.8	21.0	10.2
	輸入(国際収支ベース)	-37.3	-0.8	24.4	4.6	22.0	19.4	8.0	-1.8	-2.9	1.8	-3.3	-3.8	0.5	-1.9	-6.8
	貿易収支(国際収支ベース、億ドル)	1,484	902	1,154	1,950	350	441	454	480	575	132	159	189	197	190	189
	外貨準備高(金条く、期末値、億ドル)	3,198	3,175	3,561	3,816	3,561	3,775	3,786	3,817	3,816	3,806	3,834	3,817	3,785	3,792	3,816
市場	為替レート(ルーブル/US\$1)	62.0	66.3	58.1	62.9	57.9	56.4	62.5	65.5	67.3	62.8	68.1	65.6	65.8	66.6	69.5
	株価指数(RTS指数、期末値)	757	1,152	1,154	1,069	1,154	1,249	1,154	1,192	1,069	1,173	1,092	1,192	1,126	1,126	1,069
	北海ブレント原油価格(US\$/b)	53.6	45.0	54.8	71.7	61.5	67.2	74.9	76.0	68.1	75.0	73.8	79.1	80.6	65.9	57.7

<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、だが、金融政策・油価にわずかな明るさも

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。また 2/4 に発表された 2018 年通年の実質 GDP が前年比+2.3%（ロシア経済発展省の直近予想は同+2.0%）となつたことから、4/1 発表予定の 2018 年 Q4 の実質 GDP 成長率も前年比プラスになると予想されます¹。なお IMF は 2019 年 1 月の世界経済見通しで、ロシアの実質 GDP 成長率を 2019 年同+1.6%（前回 10 月見通しから▲0.2%pt、前提油価²は US\$58.95/b）2020 年前年比+1.7%（同▲0.1%pt、前提油価は US\$58.74/b）、と予測しています。

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。

但し、これらのうち①油価低下、③インフレ率上昇と金融引締め、の 2 つについては足元で肯定的な変化がみえます。まず①ですが、昨年末から今年初めにかけて原油価格は大きく下げたものの、2/13 現在、北海ブレント価格は US\$62.96/b まで回復しています。次に③ですが、2/8 に開催された会合でロシア中銀は政策金利を 7.75% のまま据え置きました。①・③いずれの変化も今年に入ってからの米 FRB による金融政策の軌道修正（従来予想よりも利上げ速度を減速することを示唆）を受けた動き³と考えられます。

しかし、リスク要因として、①米国の金融引締め再開（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⁴）、④地政

¹ 改定後の 2018Q1-Q3 および Q4 の GDP は 4/1 発表予定です。² WTI/北海ブレント/ドバイ 3 油種の価格の単純平均。³ 原油価格の上昇は景気見通し改善と（米金利予想引下げによる）ドル安、ロシア中銀の金利据え置きは米利上げ観測の後退に伴うルーブル防衛利上げの必要性低下、と考えられます。⁴ 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。

学的リスク（中東・東アジア）は依然残存しています。

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。2/11に公表された2024年までの総額26兆ルーブル（約44兆円、対ロシアGDP比約25%）の国家事業概要を見ると、インフラ・人口維持・保健が主要投資先となる模様です。

図表2 2024年までの約26兆ルーブルの国家事業概要（出所：ジェトロ）

表 2024年までの国家事業の個別予算構成 (単位:10億ルーブル)

		項目	連邦予算	地方予算	政府基金	外部資金	合計
人的資本	1	保健	1,366.7	265.0	94.0	0.1	1,725.8
	2	教育	723.3	45.7	-	15.4	784.5
	3	人口	2,973.4	78.1	53.7	-	3,105.2
	4	文化	109.7	3.8	-	-	113.5
居心地の良い生活環境	5	道路の安全・質の向上	440.9	4,139.1	-	199.7	4,779.7
	6	住居・都市環境	891.0	167.8	-	7.4	1,066.2
	7	環境(エコロジー)	701.2	133.8	-	3,206.1	4,041.0
経済成長	8	科学	404.8			231.2	636.0
	9	中小企業活動	416.2	11.4	-	53.9	481.5
	10	デジタル経済	1,099.6	-	-	535.3	1,634.9
	11	労働生産性・雇用確保	45.7	0.8	-	5.6	52.1
	12	国際協力・輸出	956.8	-	-	-	956.8
	13	基幹インフラの更新・拡大への複合計画	3,028.8	58.7	-	3,260.6	6,348.1

(出所)ロシア連邦政府ウェブサイト

(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3 供給側活動指標の内訳（前年比、%）⁵

	2017	2018	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	18/10	18/11	18/12
実質GDP成長率	1.6	2.3	1.8	2.5	2.2	2.5	3.4	2.0	2.2
農業	3.1	-0.6	2.4	1.8	-5.1	4.1	12.1	-6.1	-0.1
建設	-1.2	5.3	5.2	6.9	5.6	4.1	5.7	4.3	2.6
小売	1.3	2.6	2.4	2.9	2.6	2.7	2.0	3.0	2.3
輸送	5.5	2.9	2.5	3.4	3.0	2.6	1.6	3.0	3.2
実質鉱工業生産指数	2.1	2.9	2.8	3.2	2.9	2.7	3.7	2.4	2.0
鉱業	2.1	4.1	1.5	2.2	4.9	7.2	7.4	7.8	6.3
原油・ガス生産	0.4	2.8	-0.4	1.6	4.2	5.7	6.1	5.6	5.8
製造業	2.5	2.6	3.7	4.3	2.2	0.9	2.7	0.0	0.0
電力・ガス・熱	-0.4	1.6	2.9	0.5	0.5	1.2	-3.2	2.4	4.5
上下水道・清掃	-2.1	2.0	-2.3	-1.9	4.1	5.2	4.8	7.0	3.8

<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。

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。

⁵ 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。

(3) 雇用・家計：労働市場はほぼ完全雇用か。今後は物価上昇に加え、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12月の失業率（季節調整値）は4.7%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 4 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⁶。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、消費者センチメント改善に伴う消費性向上昇（以下いずれもQ4の消費性向。2014年72.0%、2015年65.9%、2016年68.3%、2017年72.8%、2018年73.9%）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：想定内のインフレと米利上げ観測後退を受け、ロシア中銀は金利据え置き。景気にはポジティブ。

足もとでは消費者物価指数の伸び幅がついに4%台に達しましたが、ロシア中銀はこの動きを想定内と判断し、2月8日の金融政策決定会合で主要政策金利を7.75%に据え置きました。

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：油価低下で輸出減速するも内需鈍化で輸入はそれ以上に減速。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減速しているものの、ルーブル安や内需鈍化を受けて輸入はそれ以上に減速しており、GDP成長に寄与する貿易収支は安定的に推移しています。結果、ロシア経済の耐久力を反映

⁶ 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。

すると筆者が見ている外貨準備高は増加基調を維持していますが、今後は油価の動向に注意が必要です。

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、1月には24.4%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月の米国の対口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。

図表 5 制裁に備える外国人（ロシア国債残高に占める非居住者シェア、%、出所：ロシア中銀）



(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⁷も株価・為替を下押ししました。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

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。

⁷ 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。