

ロシア経済：リスクは景気悪化よりもインフレ加速

研究主幹 榎本 裕洋

利下げ幅は7月の2%に対し9月は1%、ロシア中銀は依然景気悪化よりもインフレ加速を懸念

ロシアの25年4～6月期の実質GDP成長率は前年比+1.1%（25年1～3月期同+1.4%）に減速した。しかし足元の景気減速はロシア銀行（以下、中銀）がインフレ抑制のために政策金利を21%まで引き上げる金融引き締めを行った結果であり、景気減速は方向としては「中銀の狙い通り」といえる。従って検討すべきは「景気が減速し過ぎていないか」「インフレが抑制されつつあるか」の2点だ。

冒頭で挙げた実質GDP成長率は戦前の平均（12～21年平均+1.5%）と比較すればまずまずだ。ロシア国家統計局の統計では25年1～3月期の実質GDPは前期比▲0.6%だったが、未発表の25年4～6月期の実質GDPの前期比は筆者の計算では+0.2%と景気後退（マイナス成長が2四半期以上続くこと）は免れたようだ。また（以下すべて前年比）実質小売売上高（24年+7.7%、25年1～3月期+2.6%、25年4～6月期+1.6%）・実質賃金（24年+9.7%、25年1～3月期+3.4%、25年4～6月期+4.6%）・実質可処分所得（24年+7.3%、25年1～3月期+8.7%、25年4～6月期+7.0%）・実質固定資産投資（24年+7.4%、25年1～3月期+8.7%、25年4～6月期+1.5%）、いずれも前年超えを維持している。失業率（24年+2.5%、25年1～3月期+2.3%、25年4～6月期+2.2%）は低下傾向だが、戦争の影響もあり労働力供給に制約が強まっていることが一因。9月13日、トランプ大統領は欧州のNATO加盟国が中国に高関税を課す場合のみ米国はロシアに対して追加制裁を科すと述べた。停戦が見通せない状況が続くなか、ロシアにとって人手不足が最大の弱点となろう。

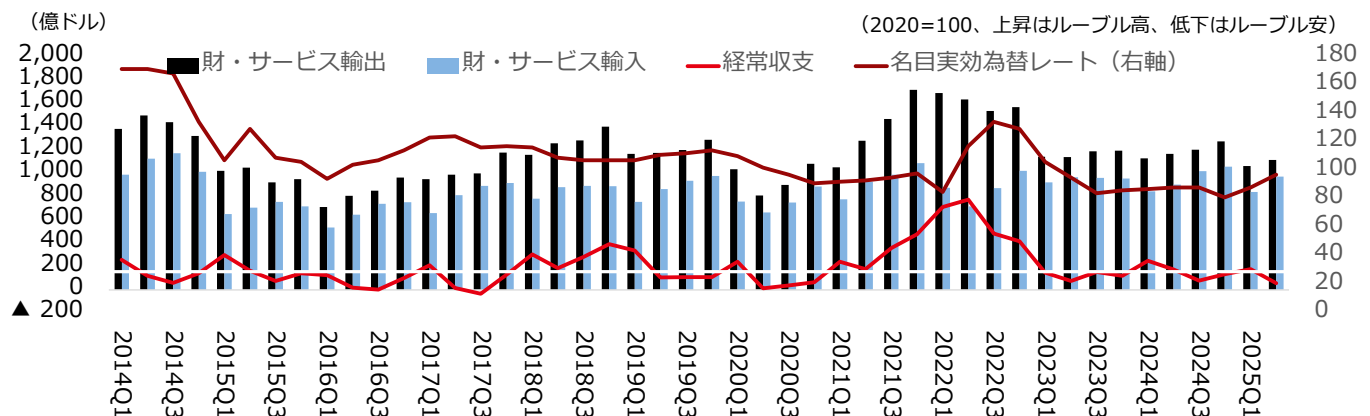
インフレ率は今年3月の前年比+10.3%を直近ピークに4月同+10.2%、5月同+9.9%、6月同+9.4%、7月同+8.8%、8月同+8.1%と低下基調だが中銀目標の前年比+4%には遠い。9月12日に1%の利下げを決めた後、中銀のナビウリナ総裁は、中期的にはインフレ加速リスクがデフレーションリスクを上回り続けると述べ、インフレ加速要因として景気過熱、高いインフレ期待、交易条件悪化、貿易摩擦激化に伴う世界経済減速と油価低下を受けたルーブル安を列挙。インフレ加速リスクを警戒しつつ、中銀は現在17%の政策金利を年末には15%まで引き下げると筆者は予想する。

ヒト・モノ・カネはひっ迫しているが、経常黒字はロシアにフローの資金余剰があることを示す

戦時下かつ西側の経済制裁下にあるロシアでは、ヒト・モノ・カネの需給がひっ迫傾向にある。ヒトについては21年平均4.8%だった失業率は25年7月は2.2%（原数値）まで低下。労働需給ひっ迫を反映した賃金上昇を受け、インフレ率も先述の通り高止まりしている。

カネについても足元の高金利が示すように調達容易ではないが、経常黒字を維持していることから、理論的にはロシアにはフローの資金余剰があると考えられる。実際、家計の現金収入に占める預金他の比率は21年の3.4%から24年は13.9%に上昇している。政府は財政赤字基調なので、資金余剰は企業・家計にあると考えられ、政府はそれらの資金を「反発を招かない範囲で」借りたり徴税したりして利用している。国民福祉基金など公的部門の一部資産減少を指摘する意見もあるが、一方でロシア政府は財政的に追い込まれつつも空港などの民間資産を接收・換金する動きも見せており、公的部門単体で見た財政状況の正確な把握は難しい。家計、企業、政府など国内の各部門を合計した資金余剰（不足）は海外部門の資金不足（余剰）に等しく、それが経常黒字（赤字）と一致するという原則からは、ロシア経済の持続性を見るうえで引き続き経常収支を観察していくことが有効であると考えられる。

▽ロシアの輸出・輸入・経常収支・為替レート



(執筆者プロフィール)

榎本 裕洋 (Yasuhiro Enomoto)

Enomoto-Y@marubeni.com

研究主幹

研究分野：マクロ経済全般、CIS（特にロシア）地域事情、総合商社論（歴史）

木材建材第二部、業務部を経て、2001年から丸紅経済研究所（2015～17年 経済同友会出向）。先進国から新興国まで地域横断的にマクロ経済を担当。ロシアをはじめとする旧ソ連地域が注力分野。また「総合商社の研究—その源流、成立、展開（田中 隆之, 2012 東洋経済新報社）」出版にあたって発足した研究会に参加するなど総合商社の歴史についても強い関心を有する。大阪外国語大ロシア語学科卒。

株式会社丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号

<https://www.marubeni.com/jp/research/>

(免責事項)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、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属するもので、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。