

ロシアレポート #33

外需・企業は不調だが、労働市場ひつ迫で個人消費が下支え

2013/09/18

1. 主要経済指標の推移：外需・企業は不調だが、労働市場ひつ迫で個人消費が下支え

(1) 実体経済：外需・企業は不調だが、労働市場ひつ迫で個人消費が下支え

図表 1 ロシアの主要経済指標（主に前年同期比）¹²³

分類	経済指標名称	2010	2011	2012	12Q4	13Q1	13Q2	5月	6月	7月
景気	実質GDP成長率(前年同期比、%)*	4.5	4.3	3.4	2.1	1.6	1.2	—	0.4	1.8
	主要経済活動生産指数(前年同期比、%)	5.8	5.4	3.3	1.7	0.6	0.2	-0.4	-0.9	0.1
企業	実質鉱工業生産指数(前年同期比、%)	8.2	4.7	2.6	1.7	0.0	0.3	-1.4	0.1	-0.7
	実質固定投資(前年同期比、%)	6.0	10.8	6.6	2.1	0.1	-1.7	0.4	-3.7	2.5
雇用	失業率(原数値、%)	7.3	6.5	5.5	5.1	5.8	5.4	5.2	5.4	5.3
	実質可処分所得(前年同期比、%)	5.9	0.5	4.4	5.8	6.1	2.9	-1.1	2.2	4.2
家計	実質小売売上高(前年同期比、%)	6.5	7.1	6.3	4.9	4.0	3.5	2.9	3.5	4.4
	消費者物価指数(前年同期比、%)	6.9	8.5	5.1	6.5	7.1	7.2	7.4	6.9	6.5
	通貨供給量(M2期末値、前年同期比、%)	31.1	22.3	11.9	11.9	14.6	15.5	15.3	15.5	17.0
	輸出(国際収支ベース、前年同期比、%)**	32.1	31.3	2.4	-1.3	-4.4	-3.2	-8.9	1.8	5.5
対外収支	輸入(国際収支ベース、前年同期比、%)**	33.6	29.7	5.4	7.0	6.3	2.8	-6.2	3.6	1.5
	貿易収支(国際収支ベース、億ドル)**	1,470	1,969	1,923	455	487	429	150	136	133
	金外貨準備高(期末値、億ドル)	4,794	4,986	5,376	5,376	5,271	5,138	5,184	5,138	5,128
	為替レート(ルーブル/US\$1、期末値)	30.48	32.20	30.37	30.37	31.08	32.71	31.59	32.71	32.89
市場	株価指数(RTS指数、期末値)	1770.3	1381.9	1527.0	1527.0	1460.0	1275.4	1331.4	1275.4	1313.4
	ウラル原油価格(US\$/b)	78.2	109.6	110.8	109.4	111.4	102.4	102.5	102.7	108.6

*月次は経済発展省、その他は国家統計局(国家統計局公表値が公式数値)

**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）

	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13/5	13/6	13/7
実質GDP(前期・前月比、%)	0.1	0.2	0.7	0.9	0.2	0.1	-0.5	0.0	0.2
実質鉱工業生産指数(前期・前月比、%)	2.1	0.5	1.6	-0.1	-0.8	0.4	—	—	-0.9
実質固定投資(前期・前月比、%)	1.8	0.9	0.3	0.2	0.8	-0.2	—	—	1.1
実質可処分所得(前期・前月比、%)	0.7	0.9	1.9	1.3	0.9	0.5	—	—	-0.5
実質小売売上高(前期・前月比、%)	1.2	1.4	0.7	1.0	0.5	0.9	—	0.8	0.6
失業率(%)*	5.7	5.5	5.4	5.2	5.3	5.5	5.5	5.6	5.5
輸出(前期・前月比、%)*	1.1	-4.3	-2.2	3.3	-0.4	-3.5	-5.7	9.6	0.0
輸入(前期・前月比、%)*	3.2	-1.4	3.5	1.3	4.0	-5.9	-10.6	11.2	-1.5
貿易収支(億ドル)*	537	491	433	464	424	431	143	152	156

*筆者季節調整値

<資料>経済発展省、中央銀行、国家統計局

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う輸出の減少を起点に生産・投資といった企業活動が停滞しています。しかし労働力をはじめとする総供給がひつ迫していることから、失業率は低位安定（筆者季節調整値では7月5.5%）を維持し続けています⁴。労働市場の需給ひつ迫を背景に、実質可処分所得や、実質小売売上高に代表される個人消費も四半期ベースで見れば増勢を維持しています。また適度に景気が悪いことからインフレも比較的落ち着いています。従って、

¹ 2013年1-7月の実質GDP成長率は前年比+1.4%となりました。

² 2013年1-8月の実質鉱工業生産累計は、前年比横ばいとなりました。

³ 2013年8月の消費者物価指数は前年比+6.5%となりました。

⁴ 日本もそうですが、人口減少傾向が労働需給をひつ迫させている可能性があります。

各種経済指標は悪化しているものの、ロシア経済は案外居心地のいい状態にあると思われます。しかし、今後は世界経済回復が予想され、その場合限られた総供給がボトルネックとなり、低成長・高インフレというスタグフレーション傾向が顕著になる恐れがあります。

7月の実質GDP成長率は前月比+0.2%となりました。2012年通年の実質GDP成長率が+3.4%であったことを考えれば、1ヶ月で0.2%の成長はやや低い数字です。四半期で見ても12Q4前期比+0.9%⇒13Q1同+0.2%⇒13Q2同+0.1%と期を追うごとに成長は減速しています。

7月の実質鉱工業生産指数は前月比▲0.9%となりました。実質鉱工業生産指数を製造業・インフラ・鉱業の内訳別に見ると、製造業は前月比▲1.1%、インフラは同▲1.1%となりました。鉱業は今年2-6月まで前月超えを維持したものの、7月は同▲0.6%と前月割れに転じました。四半期ベースでも12Q4から13Q2までの3四半期のうち、2四半期が前期割れとなっています。

7月の実質固定投資は前月比+1.1%となりました。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。但し企業向け融資が減速していること⁵、景気見通しが未だに不透明なこと、を考えれば、実質固定投資の先行きも明るいとは言えません。

7月の実質可処分所得は前月比▲0.5%と減少しました。但し四半期で見れば、徐々に減速はしているものの、実質可処分所得は直近13Q2まで前期比プラスを維持しており、現在のロシア経済の中では相対的に底堅い状況を維持しています。底堅い実質可処分所得と歩調を合わせるように、7月の実質小売売上高も前月比+0.6%となりました⁶。四半期ベースでも実質小売売上高は前期比超えを維持しています。消費の先行きを判断する基準として、実質可処分所得以外に①消費者物価の推移、②消費性向（貯蓄性向）の推移、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、消費者物価指数は足元8月では前月比上昇に転じています（P5の図表5参照）が、今後は食料品価格の低下（豊作が前提）など短期的な物価下押し要因もあり、物価上昇圧力は弱まると考えます。次に②ですが、2013年7月の貯蓄性向は8.8%（筆者季節調整値）となり、既に2010年以降の平均10.9%を下回っていることから、更に大きく低下するとは考えにくく、今後は消費に対して中立あるいは抑制的に働くと考えられます。③については消費者向けローンは堅調を維持しているものの、方向としては減速しています。このように個人消費に対して、①消費者物価、はポジティブに、②貯蓄率、③消費者ローン、は中立あるいはネガティブに作用すると考え

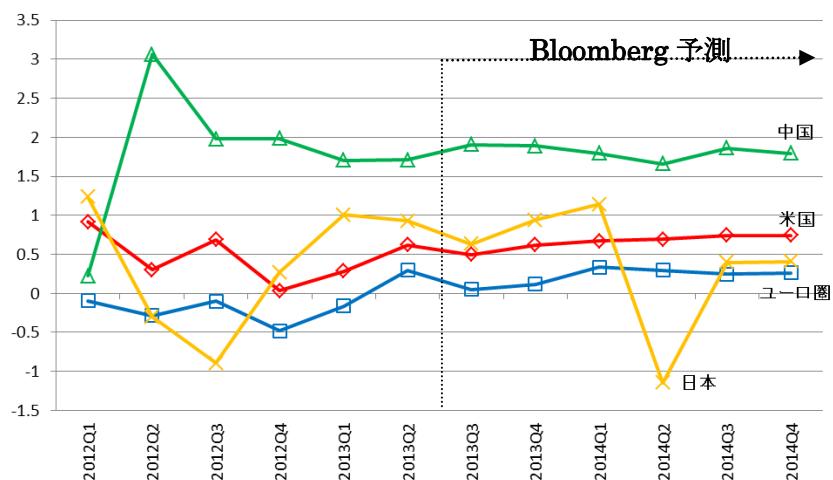
⁵ 企業向け融資（ルーブル・外貨建て合計）は2012年5月末の前年比+25.3%を直近ピークとした後、2013年6月末は同+12.5%まで減速しています。消費者向けローン（ルーブル・外貨建て合計）は2012年6月末の前年比+44.4%を直近ピークとした後、2013年6月末は同+33.9%と企業向けよりは高い伸びを維持しています。このようなローン拡大ペースの違いも金融政策を難しくしています。

⁶ 但し、2013年7月中旬から乗用車（価格は75万ルーブルまで）の購入ローンに対しては政府から金利補助が出ています。

られ、実質可処分所得の急増がない限り⁷消費が急拡大することはなさそうです。但し7月の失業率は5.5%（経済発展省の季節調整値も5.5%）と6月の5.6%から4ヶ月振りに改善しました⁸。水準もほぼ史上最低で推移しているため、大きな経済的ショックが無い限り、個人消費が急激に鈍化することもないと思われます。

むしろ懸念されるのは、今後（おそらく外需回復を起点に）景気が回復するに従って、総供給がボトルネックとなり（特に労働力）、インフレ率が上昇し、それが個人消費を抑制することでしょう。

図表3 主要国の実質GDP成長率予測（13Q3以降はBloomberg集計各社予測中央値⁹、%）



	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4
米国	0.9	0.3	0.7	0.0	0.3	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
ユーロ圏	-0.1	-0.3	-0.1	-0.5	-0.2	0.3	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3
中国	0.2	3.1	2.0	2.0	1.7	1.7	1.9	1.9	1.8	1.7	1.9	1.8
日本	1.2	-0.3	-0.9	0.3	1.0	0.9	0.6	0.9	1.1	-1.1	0.4	0.4

＜資料＞米商務省、EUROSTAT、CEIC、内閣府、Bloomberg

7月の輸出は前月比横這いとなりました。6月が前月比+9.6%と極めて大きな伸びを示したことを考慮すれば、7月は6月の高い水準を維持したということで、ポジティブに評価できます。6月・7月と輸出が好調に推移したことは現在のロシア経済にとって数少ない好材料です。但し、図表3に示した通り、Bloomberg予測によれば、米国・ユーロ圏・中国・日本、いずれも当面の景気回復は限定的にとどまる見込みです¹⁰（日本は消費税導入の影響

⁷ ロシア経済は個人消費主導と思われがちですが、所得の根源は外需に依存しているとみられます。従い、海外経済が停滞している現状下で可処分所得が急増する可能性は高くないでしょう。

⁸ 労働参加率は1月75.9%から7月75.1%（筆者推計）に低下しています。つまり失業者が失業者でなくなる（求職を諦める）ことで失業率が下がっている部分もあります。

⁹ 米国・ユーロ圏・日本は公式統計から実質GDP季節調整値実額を入手、中国はIMF作成実質GDP数量指数を筆者が季節調整。それにBloomberg集計実質GDP成長率予測中央値（前期比or前年比）をかけて2014Q4までの実質GDP実額を算出し、それぞれの前期比を計算しました。従って中国の実績は、中国政府発表数値とは異なります。

¹⁰ 米国・ユーロ圏・日本の景気急回復が見られた2013年前半よりも、2013年後半の方が

とその反動で景気変動が大きくなる見込みです)。特にロシアにとって重要なユーロ圏を見ると、緩やかな景気回復が始まるのは2014年に入ってからです。よって、ロシアの輸出も底打ちの可能性はあるものの、その後力強く増加する環境ではありません。一方、鈍化してはいるものの外需と比較すればロシアの内需は比較的強いのですが、それでも企業部門を中心に投資が弱いこともあり、7月の輸入は前月比▲1.5%に減速しています(但し6月が同+11.2%なので、それに対する反動減が大きいのですが)。過去のトレンドを見れば、輸出の増減に歩調を合わせて輸入も増減するため、資源価格が大きく下がらない限り貿易収支が大きく減少することもないでしょう。

図表1の金外貨準備高は7月は前月比10億ドル減少しました。

為替は9月初めには33ルーブル台/US\$までルーブル安が進んだものの、9/6に公表された米国雇用統計の弱さやシリア問題の落ち着き等を受け、ルーブル高方向に転じた模様です。9/19現在、31.6325ルーブル/US\$となっています。RTS指数も9月初旬まで低迷が続きましたが、足元では回復が続いている(9/18終値1429.62)。ウラル原油価格は高止まりしていますが、最近のロシア経済は原油価格との相関性が薄れており、むしろ欧州経済回復に伴う原油・ガス輸出量の増加が待たれるところです¹¹。

長期的に見て、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成長率は大きく伸びていません。これらの事実から判断すると、ロシアでは需要よりも供給が不足している¹²可能性が高いように思われます。短期的には景気が回復するにあたってインフレ率上昇が懸念され、中央銀行は難しい舵取りを迫られるでしょう。また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)をフル活用し、投資を増やし、教育・研究水準を高めて供給力を増やすことが必須です。

図表4 失業率の推移(筆者季節調整値、%)<資料:国家統計局>



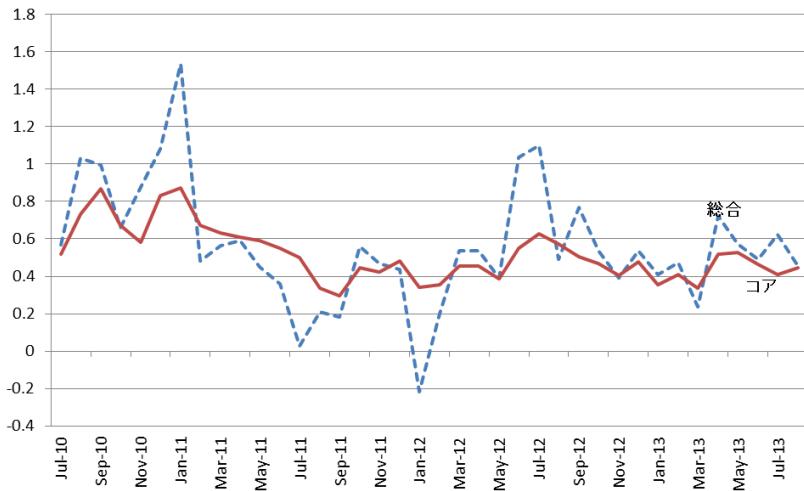
景気回復実感は弱くなる可能性さえあります。

¹¹ 但しIEAはドル高・各国通貨安による世界的石油需要減退を予測しています。

¹² 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。

(2) 物価と金融政策：秋以降のインフレ低下を確認した上で、利下げか？

図表 5 消費者物価指数の変動（筆者季節調整済前月比、%）<資料：国家統計局>



ロシア中央銀行は 9/13 の会議後、声明を発表しました。要旨は下記の通りです。

- 主要政策金利であるリファイナンス金利は据え置き。
- 13Q2 の実質 GDP 成長率は大幅に低下。原因は製造業・建設業の落ち込み。7 月は製造業活動・投資需要いずれも低迷していた。足元の成長の源泉は実質所得とローンに支えられた消費活動。失業率は相対的に低位を維持。投資活動と外需の弱さが繋けば、中期的にも低成長が続くという見方は従来通り。
- 8 月と 9 月初旬の消費者物価指数（前年比）は低下傾向を維持。しかし依然インフレ目標以上の水準にある。食料品価格低下は部分的にガソリン価格・公共料金上昇の影響を相殺。最近数ヶ月のコアインフレ率の低下は、総供給に若干の余裕が出来たことに加え、需要サイドからのインフレ圧力が存在しないことが理由として挙げられる。ロシア中央銀行は、今年は農業の豊作が予想されるため、年末にかけてインフレ率は目標圏内に低下すると見込んでいる。2014 年も現在の金融政策とマクロ経済環境が維持されれば、インフレ率は低下を続ける。中期的なインフレ目標を達成するには、望ましいインフレ期待の醸成が必要である。
- 国内外のマクロ経済環境を考慮すれば、現在の金融市場の金利は短期的には妥当である（インフレリスク・低成長リスクのどちらにも傾いていない）。
- 次回の金融政策決定会合は 10/14 を予定している。

「現在の金融市場の金利は短期的には妥当である」旨の文言があるため、10 月会合での大きな政策変更はないと考えます。そして秋以降のインフレの動向を確認した上で（ロシア中銀はインフレ率低下を予想）、ロシア中銀は利下げに踏み込む算段とみられます。

しかしロシアの成長鈍化の原因は総需要不足ではなく、総供給不足と思われるため、金融緩和はさほど成長率を高めず、むしろインフレ率を高めるでしょう（限られた総供給の中で総需要が拡大するため GDP は増えず需給だけがひっ迫するから）。金融緩和実現後の

景気・物価を注意深く観察することで、ロシアの低成長の原因がより明確になるでしょう。

仮に総供給不足が景気低迷の原因であれば、ロシア政府は投資環境を改善し内資・外資をフル活用することで総供給を増やすことが必要となります（場合によっては財政支出の拡大も）。

2. 「タックス・ヘイブン—逃げていく税金」（志賀 櫻著、岩波新書、2013年）

最近、ロシア人のタックス・ヘイブンとして有名なキプロスが財政難に陥り、国際支援を受ける見返りに同国の銀行預金が一部没収されるという事件が起こりました。ボーダーレス化や経済のソフト化もあり、タックス・ヘイブンの問題は国際的に喫緊の課題として浮上しています。

著者は財務省出身の税の専門家であると同時に、警察庁岐阜県警察本部長も務め、現在は弁護士という極めてユニークな経歴の持ち主です。そのような著者だからこそ覗くことが出来たタックス・ヘイブンの深淵のエッセンスが本書には記されています。

まず著者の指摘で驚いたのは、日本は累進課税制度のはずであるにもかかわらず、所得が1億円を超えるあたりから急速に税負担が軽くなるという事実です（これは政府資料で裏付けられています）。財政悪化に悩む日本にとって由々しき問題ですが、この背景にタックス・ヘイブンがあるというのが著者の主張です。

タックス・ヘイブンの定義は様々ですが、最も有力な定義として、①情報交換を妨害する法制があること、②透明性の欠如、が挙げられています。これを見る限り、タックス・ヘイブンの問題点は税収減よりもその不透明性にあるようです。

また私はこれまでタックス・ヘイブンとオフショアを同じものとして捉えていましたが、本書によれば、オフショアとは主権国家内の特区のような存在で、タックス・ヘイブンとは厳密には異なるようです（そういう意味ではニューヨークやロンドンはオフショアと言えるかも知れません）。

驚いたのは、著者が最強のタックス・ヘイブンとしてロンドンとニューヨークを挙げている点です。また、米国のデラウェア州（大企業の本社登記が多い）もタックス・ヘイブンであるとしています。そしてこういう事実を日本社会に知らしめることが、著者の執筆動機であり、かかる活動を通じてタックス・ヘイブンにプレッシャーをかけることが非常に有効であるとしています。

本書の主旨からは外れますが、1997-98年頃に故・小渕首相や野中官房長官が極めて重要な判断（破たん銀行の国有化）を決断したことで最悪の事態が回避されたこと、長銀国有化のプロセスにおいて日本銀行国際局が国際的ショック緩和に大きく貢献したことなど、元・政府高官ならではの臨場感のある記述も印象的です。

個人的に気に入ったのは、著者の主張がはっきりしている点です。日本では両論併記することが「客観的」であるとして肯定的に評価されがちです。しかし当事者の立場に立てば、両論併記ほど役に立たないものはありません。本書において著者はタックス・ヘイブンを完全な悪と断定し、これを潰すことがリーマンショックに代表されるマネーの暴走を

食い止め、真面目な中間層の税金を（金融機関救済のための理不尽な出費から）守ることにつながる、としています。また著者は財務省出身ですが、徴税者の立場に偏らず、納税者の立場にも立って、公平な視点を貫いている点にも好感が持てました。

本書は新書であり、その情報量は限定的ですが、今後のタックス・ヘイブンを巡る国際交渉の裏を読む上で大変勉強になると思われます。また国際交渉の修羅場をくぐってきた著者ならではの過激な経験談も多く盛り込まれており、全く飽きさせません。

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12階 経済研究所	
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/index.html	

(注記)

- ・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。個人の私的使用および引用など、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。