

ロシアレポート #40：米国によるロシア国債への制裁発動は一旦遠のく

1. 主要経済指標の推移：ロシア経済は急回復から巡航速度を経て調整局面入り。利下げ加速か。

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	2016		2017			17/7	17/8	17/9	17/10	17/11	17/12
					Q4	Q1	Q2	Q3	Q4						
景気	実質GDP成長率	-2.5	-0.2	1.5	0.3	0.5	2.5	1.8	-	-	-	-	-	-	-
企業	実質鉱工業生産指数	-0.8	1.3	1.0	1.7	0.1	3.8	1.4	-1.7	1.1	1.5	0.9	0.0	-3.6	-1.5
	実質固定投資	-10.1	-0.2	-	-1.3	2.3	6.3	3.1	-	-	-	-	-	-	-
雇用	失業率(筆者季節調整値、%)	5.6	5.5	5.2	5.4	5.3	5.2	5.2	5.1	5.3	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1
家計	実質可処分所得	-3.2	-5.8	-1.7	-6.6	-0.6	-2.9	-1.8	-1.3	-3.9	-0.7	-0.8	-1.6	-0.1	-1.8
	実質賃金(1人あたり)	-9.0	0.8	3.4	1.8	1.8	3.4	3.1	5.2	3.0	2.3	4.3	5.4	5.8	4.6
	実質小売売上高	-10.0	-4.6	1.2	-4.6	-1.6	1.0	2.1	3.0	1.3	1.9	3.2	3.1	2.7	3.1
物価	消費者物価指数	15.7	7.2	3.6	5.7	4.5	4.0	3.3	2.6	3.9	3.3	3.0	2.7	2.5	2.5
	通貨供給量(期末値)	11.3	9.2	10.5	9.2	11.1	10.5	9.5	10.5	9.0	9.0	9.5	10.0	10.1	10.5
対外経済	輸出(国際収支ベース)	-31.3	-17.4	25.3	1.9	36.5	23.4	18.8	24.2	9.7	25.5	20.9	27.1	25.2	21.1
	輸入(国際収支ベース)	-37.3	-0.7	24.1	8.7	26.1	28.3	21.2	22.1	28.5	21.2	14.5	18.8	23.5	23.9
	貿易収支(国際収支ベース、億ドル)	1,484	903	1,153	273	345	252	206	350	38	66	102	98	115	137
	外貨準備高(金除く、期末値、億ドル)	3,198	3,175	3,561	3,175	3,303	3,435	3,512	3,561	3,484	3,505	3,512	3,512	3,555	3,561
市場	為替レート(ルーブル/US\$1)	62.0	66.3	58.1	62.8	58.2	57.5	58.8	57.9	59.5	58.7	58.0	57.9	58.3	57.6
	株価指数(RTS指数、期末値)	757	1,152	1,154	1,152	1,114	1,001	1,137	1,154	1,007	1,096	1,137	1,113	1,131	1,154
	北海ブレント原油価格(US\$/b)	53.6	45.0	54.8	51.1	54.7	50.9	52.2	61.5	49.2	51.9	55.5	57.7	62.9	64.1

<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、Bloomberg。

(1) 景気：ロシア経済は急回復から巡航速度を経て調整局面入り

図表 1 に沿ってロシア経済をみていくと、2016 年第 4 四半期に 8 四半期ぶりの前年比プラス成長となった実質 GDP 成長率は、その後もプラス成長を続け、直近の 2017 年第 3 四半期は前年比+1.8%と 4 四半期連続の前年超えとなりました。また 2017 年の実質 GDP 成長率(速報)は IMF の 2018 年 1 月の予測を 0.3%下回ったものの、前年比+1.5%と 3 年ぶりのプラスとなりました。IMF は 2018 年 1 月の世界経済見通しで、ロシアの 2018 年の実質 GDP 成長率を前年比+1.7% (2017 年 10 月見通しからの修正は+0.1%) と予測しています。一方、足元に目を転じると、実質 GDP と相関性の高い実質鉱工業生産指数は、2017 年第 4 四半期は前年比▲1.7%と前年割れに転じており、ロシア経済は急回復から巡航速度を経て調整局面に入っています。

(2) 企業：原油協調減産・財政健全化など景気減速要因 vs 油価安定・低インフレなど景気加速要因

実質 GDP と相関性の高い実質鉱工業生産指数も四半期ベースでは 2016 年第 1 四半期から前年超えが続いていましたが、2017 年第 4 四半期は前年比▲1.7%と大きく落ち込みました。原因は内訳項目である製造業の落ち込み(2017 年第 4 四半期前年比▲2.2%)で、特に 2017 年 10 月から「主要貴金属とその他金属、核燃料の生産」が大幅に悪化しており、これだけで 2017 年第 4 四半期の鉱工業生産指数の落ち込み(前年比▲1.7%)に対し約▲1%pt も寄与しています。また国防予算の執行遅れによる「その他輸送機械」の不振も原因のひとつとされています。一方、化学や食品は堅調が続いています¹。

電力需要や企業センチメントが底堅いことから景気悪化が更に深まる可能性は低そうですが、軟調な景気はもうしばらく続くかもしれません。その理由として、①OPEC 他との原油協調減産²。ロシアの原油生産は 2018 年第 1 四半期も前年割れが続く見込み。(17Q1 の生産実績 1,109 万 b/d に対し足元生産実績は約 1,090 万 b/d と未だ前年割れ)、②国内外の温暖な気候によるガス需要減少³、③エネルギー生産減少によるパイプや卸売、電力

¹ 2017 年第 2 四半期の鉱工業生産(前年比+3.8%)盛り上がりの理由としては、①春としては異例の寒波の到来、②米トランプ大統領による対ロシア制裁解除期待に伴う生産の盛り上がり、が挙げられています。

² 2017 年第 4 四半期の原油生産は前年比▲2.5%。

³ 2017 年第 4 四半期のガス生産は前年比▲0.3%。ガスプロムによれば、2018 年 1 月の非 CIS 圏へのガス輸出は前年比▲9.9%。

4といった関連産業への打撃、④生産急回復期（在庫復元期）の終了、⑤財政健全化（財政支出抑制）、が挙げられます。先行きはこれらの減速要因を、①好調な海外経済、②原油価格安定、③インフレ率低下、④金融緩和、といった景気加速要因がどこまでカバーできるか、といった構図が予想されます。尚、政治的理由（2018年にロシア大統領選挙とサウジアラムコのIPO）からロシアやサウジアラビアには当面原油価格を安定させるインセンティブが働くため、協調減産は当面維持されるでしょう。

図表 2 実質鉱工業生産指数の内訳（前年比、%）

	2016	2017	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	17/10	17/11	17/12
実質鉱工業生産指数	1.3	1.0	0.1	3.8	1.4	-1.7	0.0	-3.6	-1.5
鉱業	2.7	2.0	1.2	4.8	2.3	-0.7	-0.1	-1.0	-1.0
原油・ガス生産	2.2	0.8	1.7	3.1	0.6	-2.2	-2.4	-2.2	-2.0
製造業	0.5	0.2	-0.8	3.2	0.4	-2.2	0.1	-4.7	-2.0
冶金	-0.5	-3.4	-8.8	-1.5	4.5	-7.9	-10.1	-16.7	-3.1
機械	1.5	1.3	0.4	5.3	0.8	-1.2	7.5	-6.1	-8.7
電力・ガス・熱	1.7	0.1	1.3	3.6	0.2	-4.7	-2.1	-6.4	-5.5

＜資料＞ロシア経済発展省

農業についてロシア国家統計局の速報によれば、2017年の穀物・豆類生産は1.341億トンで、これは1978年の記録を超える**史上最大の豊作**となりました。

実質固定投資は2015年に前年比▲10.1%と大きく落ち込んだ後も前年割れ基調が続いていましたが、2017年に入ってから3四半期連続で前年超えが続いています（図表1参照）。但しロシア経済発展省によれば、その**勢いは落ち着きつつある**ようです。同省によれば、大型プロジェクトによる投資押上げ効果減衰もあり、2017年後半の伸びは前半（前年比+4.8%）を下回る見込みで、2017年通年の実質固定投資を同+4.1%と予測しています。

(3) 雇用・家計：低い失業率・消費性向上昇・低金利ローン・低インフレが消費を押し上げ

2017年、ロシアでは労働人口は前年比▲0.7%（▲52.8万人）、労働参加人口は前年比▲0.3%（▲25.1万人）、とそれぞれ減少しました。こういった構造的要因もあり、失業率（季節調整値）は2017年12月**5.1%と史上最低水準**を維持しています。

一方、実質可処分所得（ロシア全体の実質可処分所得合計）は2015年前年比▲3.2%、2016年同▲5.8%と急激に減少したのち、2017年も同▲1.7%と未だに減少基調が続いています。実質可処分所得に比して実質賃金の伸びの高さが目立ちますが、現地の報道によれば、実質賃金統計の対象は透明性の高い大企業が中心とされています。2017年末の公務員の賃金引上げも実質賃金の押し上げに寄与しているようです。とはいえ、史上最低レベルのインフレ率もあり、**実質所得は方向としては緩やかに増加しているとみてよいでしょう。**

12月の実質小売売上高は引き続き高い伸び（前年比+3.1%）を記録しました。最近4カ月は前年比3%程度の伸び率が続いています。尚、実質小売売上高には含まれない（GDP統計には含まれる）海外インターネット通販⁵や旅行が個人消費に占める割合が高まっており、実質小売売上高よりも実質GDPベースの個人消費の伸びが高くなる傾向がみられます。但し、最近の個人消費の戻りは消費性向の上昇（2009～2016年平均：72.5%⇒2017年：75.0%）と低金利ローン、低インフレ傾向、によって押し上げられている模様です。

実質可処分所得・実質賃金・実質小売売上高のいずれがロシア国民の消費動向と最も相関性が高いのかを調べたのが図表3です。最も重要性の高い経済統計である実質GDPベースの個人消費を基準とし、実質小売売上高・実質可処分所得・実質賃金との相関係数（最大1最小マイナス1で、絶対値が高いほど相関性が高い）を調べた

⁴ 2017年第4四半期の発電量は前年比▲4.7%。2018年1月の電力需要は前年比▲0.1%と依然弱い状況です。

⁵ 2017年1～9月では前年比2倍以上の伸びを示しています。

ものですが、結果**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⁶と実質賃金**となりました。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。

図表 3 個人消費（実質 GDP ベース）と所得関連指標の相関性（相関係数以外は前年比%）

	①個人消費(実質GDPベース)	②実質小売売上高	③実質可処分所得	④実質賃金
2012Q1	8.3	7.9	2.2	10.3
2012Q2	7.9	7.4	4.8	11.3
2012Q3	7.7	5.6	4.5	6.3
2012Q4	7.8	4.9	6.0	6.2
2013Q1	5.5	4.0	5.9	4.5
2013Q2	5.8	3.8	3.8	6.2
2013Q3	5.9	4.0	3.2	6.4
2013Q4	4.0	3.6	3.6	3.9
2014Q1	3.5	3.9	-2.8	4.4
2014Q2	1.9	2.1	0.8	2.4
2014Q3	1.1	1.6	2.6	0.6
2014Q4	1.5	3.1	-3.5	-1.7
2015Q1	-7.7	-7.0	-1.9	-9.0
2015Q2	-9.8	-9.7	-4.4	-8.5
2015Q3	-10.0	-9.9	-4.3	-9.5
2015Q4	-11.3	-12.7	-1.9	-9.8
2016Q1	-4.3	-5.0	-3.3	-0.6
2016Q2	-5.9	-4.9	-5.4	0.3
2016Q3	-4.8	-3.9	-6.9	1.2
2016Q4	-3.2	-4.6	-6.6	1.8
2017Q1	2.7	-1.6	-0.6	1.8
2017Q2	4.3	1.0	-2.9	3.4
2017Q3	5.2	2.1	-1.8	3.1
①との相関係数	—	0.97	0.73	0.92

(4) 物価：続く物価低下傾向でロシア中銀の利下げ加速か

図表 4 金融セクター関連指標

	2016	17Q1	17Q2	17Q3	17/9	17/10	17/11	17/12
金利(%)								
キーレート(政策金利、期末)	10.00	9.80	9.00	8.50	8.50	8.25	8.25	7.75
非金融向けルーブル建融資(1年以上)	13.0	11.9	10.9	10.2	11.0	9.8	9.7	
ルーブル建住宅融資	12.5	11.8	11.3	10.5	11.2	9.9	9.8	9.8
個人ルーブル建預金(1年以上)	8.4	7.4	6.9	6.8	7.1	6.3	6.3	
融資額(前年比、%)								
融資合計	0.0	-2.7	-0.1	1.4	-0.5	1.9	2.6	4.7
住宅融資	13.0	11.1	11.1	12.6	11.6	13.1	14.2	15.1
消費者融資	-9.4	-3.0	1.0	4.8	0.9	7.9	9.5	11.1
企業への融資	0.7	-4.3	-1.8	-1.0	-2.4	-1.0	-0.5	1.8

<資料>ロシア経済発展省

足元では消費者物価指数⁷の伸び幅は縮小傾向にあります。また 2018 年 1 月の消費者物価指数は前年比+2.2%まで落ち込みました。一時的要因を除去したコア消費者物価指数（変動の大きい食料・エネルギーといったアイテムを除いたもの）も前年比で 2017 年 10 月+2.5%、11 月+2.3%、12 月+2.1%、1 月+1.9%と減速が続いています。これを受けて、金融政策を担うロシア中央銀行は、2018 年 2 月 9 日の会議で、キーレート（主要政策金利）を **7.75%から 7.50%へと 0.25%引き下げ**ました。ロシア中銀はこれまで「足元のインフレ率低下は一時的なもの⁸」として慎重な利下げ姿勢を維持してきました。しかし止まらない景気・物価の減速を受けて、**ロシア中銀が今後は利下げを若干加速させる気配**が感じられます（ナビウリナ総裁は「今年中に中立な利子率（名目 6~7%とされる）に戻る」と発言）。今後、米国の税制改革実現を受けて FRB が利上げを早めるリスク（その場合ロシアからの資本流出や過度なルーブル安を防ぐため、ロシア中銀は利下げが難しくなります）、米国が新たな対ロ制裁を実施するリスクもあり、今年はロシア中銀の動きに一層の注目が必要となりそうです。

⁶ 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、当然相関性が高くなります。

⁷ 年初からのルーブル高がインフレ率を 1%ほど押し下げているとの見方もあります。

⁸ ロシア経済発展省は足元の低インフレは一時的現象ではない、と表明しています。

(5) 対外経済：油価安定で輸出加速、外貨準備高増加

OPEC 他による原油協調減産や、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、ロシア国内の景気の影響を受ける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。また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。

(6) 市場：新ルールに基づく政府外貨購入により、油価安定でもルーブル安維持

ロシア経済の堅調を受けて、ルーブルや RTS 指数も概ね安定的に推移しています。ロシア経済発展省は、油価とルーブル為替レートの相関性の低下（2017 年 4～12 月のウラル原油価格 25% 上昇に対し、同期間のルーブル名目実効レートは▲8.1%）を強調しています。これは低い油価に対応するための財政ルールの変更によるもので、特に追加石油ガス収入（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、油価が上昇してもルーブル安が維持され、輸出競争力が維持されるというメリットをもたらしているようです。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ことになります。

2. 米国によるロシア国債と関連派生商品への新規制裁発動の可能性は一旦遠のく

トランプ大統領が 2017 年 8 月 2 日にサインして成立させた PUBLIC LAW 115-44 Countering America's Adversaries Through Sanctions Act⁹は、Ⅰ．イランに関する制裁、Ⅱ．ロシアおよびテロ・不正資金調達に関する制裁、Ⅲ．北朝鮮に関する制裁、の 3 部構成で、このうちⅡの中の” Reports” という項目の中で、「財務長官は法の成立（2017 年 8 月 2 日）から遅くとも 180 日後に①ロシアの財閥と政府系機関に関する報告書、②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を、また遅くとも 1 年後に（そして 2021 年まで毎年）③ロシアに関係する不正資金調達に関する報告書を、それぞれ議会の然るべき委員会に提出する」ことが定められています。そしてここでいう法の成立から 180 日後の 2018 年 1 月 29 日、いわゆる「クレムリンリスト」にあたる①ロシアの財閥と政府系機関に関する報告書、が提出されました。筆者は経済へのインパクトという観点から、②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、の方を重視していた¹⁰のですが、この報告書は米国政府によっては公開されず、2 月 2 日に Bloomberg がその「非機密版（UNCLASSIFIED、全 6 ページ）」を入手・公表するにとどまりました。ここではその「非機密版」に基づいて話を進めます。

Bloomberg が入手・公開したレポートは以下の 3 部から構成されています。

- ①現行制裁の概要
- ②ロシア経済とその国債・デリバティブ市場について
- ③新規国債やデリバティブ商品に制裁を拡大した場合、国際市場やロシア政府、ロシア経済に与える潜在的効果

レポートの骨子にあたる③の部分は非常に短いので、以下に全文を掲載いたします。

⁹ <https://www.congress.gov/115/plaws/publ44/PLAW-115publ44.pdf>

¹⁰ 拙稿をご参照ください。

<http://jbpress.ismedia.jp/articles/-/52045>

“Expanding Directive 1¹¹ to include dealings in new Russian sovereign debt and the full range of related derivatives would likely raise borrowing costs for Russia ; prompt Russian authorities to alter their fiscal and monetary strategies ; put downward pressure on Russian economic growth ; destabilize financial markets, including Russia’s repurchase market, which is critical for overnight bank funding ; increase strain on Russia’s banking sector, and lead to Russian retaliation against U.S. interests. However, because Russia’s economy has extensive real and financial sector linkages to global businesses and investors, the effects of the sanctions could hinder the competitiveness of large U.S. asset managers and potentially have negative spillover effects into global financial markets and businesses, although competitive distortions could be partially mitigated if the EU implemented similar sanctions. Expanding U.S. sanctions to include dealings in new Russian sovereign debt without corresponding measures by the EU and other U.S. partners could undermine efforts to maintain unity on Russia sanctions. Given the size of Russia’s economy, its interconnectedness and prevalence in global asset markets¹², and the likely over-compliance by global firms to U.S. sanctions, the magnitude and scope of consequences from expanding sanctions to sovereign debt and derivatives is uncertain and the effects could be borne by both the Russian Federation and U.S. investors and businesses.”

筆者が施した下線・太字部分を要約すると、「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。」といったところでしょう。

現在の米国の政治は混迷を深めており、このレポートから読み取れることは多くありませんが、少なくとも短期的には米国がロシアの国債・国債関連派生商品に新規制裁を課す可能性は低いと言えます。ムニーシン財務長官は下院の委員会で、「我々はロシア国債に制裁を課す代わりに、悪意のある個人や企業に制裁を課す準備をしている」と述べたと Bloomberg は伝えています。このような状況を受けて、2月7日に実施されたロシア国債のオークションでは350億ルーブル（約6.14億ドル）の売り出しに対し、その約4倍もの購入申し込みがあったようです。

このように今回提出された一連のレポートは制裁の拡大に直結するものではありません。しかし、これらのレポートは、米国のロシアに対する制裁拡大の意思を明確に示しており、これが市場に影響を及ぼしていることは間違いありません。一例を挙げると、ロシア政府系大手銀行ズベルバンク傘下のズベルバンク・プライベート・バンキングのチュリコワ社長は、制裁を恐れたロシア人の海外資金が主にスイス・英国から大変な勢いでロシアに還流している、と述べています。またこのようなロシア人の隠し海外資産のロシア国内への還流を助けるべく、2018年3月にロシア政府は匿名・無税での資金還流を認める制度（いわゆる「恩赦」）を始める予定です。

以上

¹¹ 「現行の制裁」を指します。

¹² このレポートの他の部分で、「Bloomberg 情報ではロシア国債残高の8%しかその保有者が分からない」としています。

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。