

Economic Monitor

ロシア経済の現況と当面の見通し

ロシア経済は前年同期比 4%程度の成長にとどまり、年平均 7%強の高成長が続いた金融危機前の力強さを取り戻していない。人件費の調整や不良債権問題が内需の回復力を弱めているためであり、これらの足枷は当面残存する見通しである。加えて、対内投資や輸出で関連の深い欧州でソブリン問題による混乱長期化や財政引き締めによる低成長が見込まれること、原油価格の上昇一服に伴い輸出や企業収益の伸びが鈍化する可能性も踏まえれば、2011～2012 年も 4%前後の成長が続くと予想される。一方、ロシア中央銀行は 2 月と 5 月に、インフレ抑制を目的とした利上げを実施した。しかし、内需の回復力が弱い上、食料品価格の上昇一服によりインフレ率が低下する可能性が高いことを踏まえると、今後の利上げペースは緩められる見通しである。

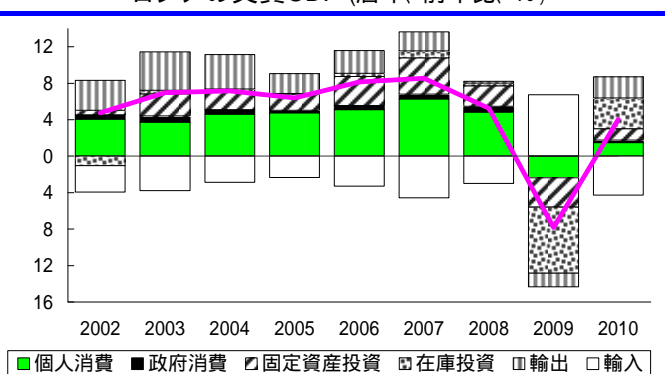
2010 年の実質GDP成長率は前年比 4.0%とプラスに転じた。しかし、2009 年の成長率が世界金融危機の影響から▲7.9%と落ち込んだことの反動を含んでいるにもかかわらず、2004～2007 年の平均成長率 7.6%や 2008 年の 5.2%を下回っており、ロシア経済は金融危機前の力強さを取り戻していない。需要項目毎の内訳を見ると、2010 年は輸出が 7.1%増と 2004～2007 年平均 (7.9%) に近い伸びとなったことや、企業による在庫復元の動きが成長を牽引したが、固定資産投資や個人消費の回復力の弱さが成長ペースを抑制した。両項目は 2004～2008 年にかけて前年比 2 桁増を続けた¹が、2010 年の伸び率はそれぞれ 6.1%、3.0%にとどまった。

個人消費の回復力が弱い要因としては、企業による人件費の調整が道半ばであることが指摘できる。労働分配率 (付加価値生産額に対する雇用者報酬の割合) は 2009 年 1～3 月期の 61.4% (当社試算の季節調整値) をピークに低下してきているものの、昨年 10～12 月期時点の水準は 57.8%と、2008 年以前に比べ依然として高く、引き続き人件費を抑制することが必要な状況にある。

一方、固定資産投資については、金融危機後の海外資本の流出がなお続いていることが伸び悩みの背景にある。2006 年から 2008 年前半にかけては、資本取引規制の撤廃を受けて民間部門の対外資本収支が基調

¹ 固定資産投資の伸び率は、2004～2007 年が年平均 15.5%で、2008 年も 10.6%増加した。個人消費の伸び率は 2004～2007 年が年平均 12.4%で、2008 年も 10.4%増加した。

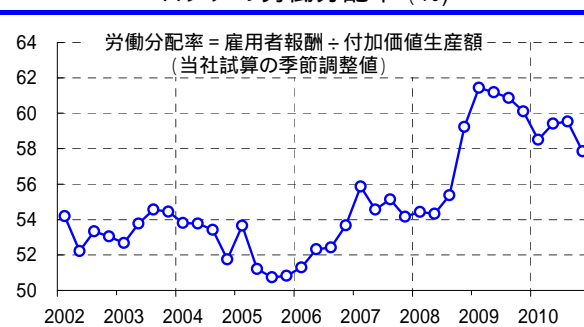
ロシアの実質GDP (暦年、前年比、%)



(出所) ロシア国家統計局

(注) 輸入の増加はGDP成長率に対しマイナスに寄与 (輸入の減少はプラスに寄与)。

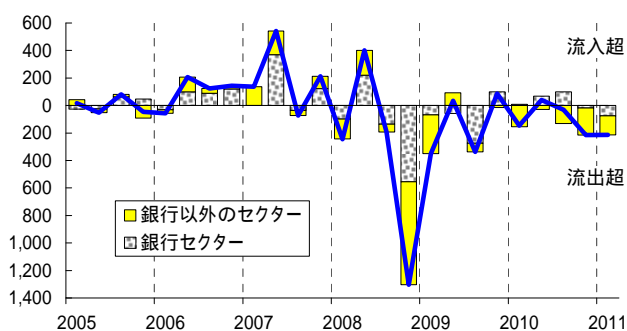
ロシアの労働分配率 (%)



(出所) ロシア国家統計局

として流入超であった。これを受けて固定資産投資は経済成長ペースを大幅に上回る勢いで増加し、投資比率（GDPに占める固定資産投資の割合）はそれまでの17%~18%から20%超まで急上昇した。しかし、2008年後半以降は海外資本の流出に歯止めが掛からず、投資比率は概ね横這い、すなわち固定資産投資の拡大ペースは経済成長と同程度にとどまっている。

ロシア民間部門の資本流出入（ネット、億米ドル）



(出所) ロシア中央銀行、Bloomberg

ロシアの投資比率 (%)



(出所) ロシア国家統計局

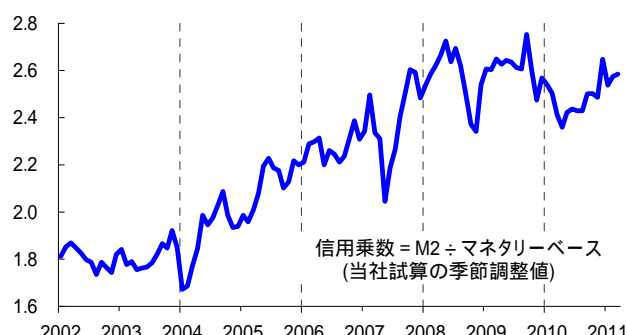
加えて、金融機関の不良債権問題も国内需要が伸び悩む一因になったと考えられる。金融機関の不良債権比率は、2008年9月末時点の2.5%から2010年3月末には9.6%まで急上昇した。その後、不良債権比率は徐々に低下しているものの、今年3月末時点でも8.1%と依然として高水準であり、金融機関の貸出余力は低下している。実際に、信用乗数（中央銀行による資金供給量に対する国内の資金流通量の倍率）は2009年から2010年にかけて低下した。

ロシア金融機関の不良債権比率 (%)



(出所) IMF、ロシア中央銀行

ロシアの信用乗数 (倍)



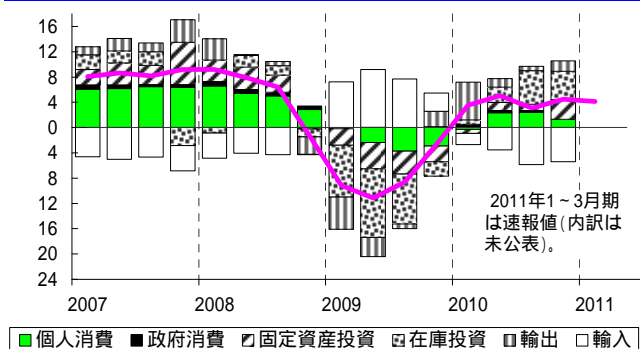
(出所) ロシア中央銀行、ロシア国家統計局

そのほか、2010年は農業分野を中心に夏場の猛暑と早魃により生産が大幅に落ち込んだ。GDPの内訳を供給サイドから見ると、農林業の付加価値生産額は年後半に前年同期比▲14.8%、通年でも前年比▲10.7%の大幅減となり、需要サイドから見ると、主に輸入の増加という形で2010年の成長率を0.4%Pt押し下げた。

2011年入り後のロシア経済も、成長ペースの鈍化傾向が続いている。2011年1~3月期の実質GDPは前年同期比4.1%と、昨年10~12月期の同4.5%から鈍化し、2010年通年並みにとどまった。GDPの内訳は未公表であるが、各種経済指標の動きによれば、固定資産投資と個人消費の回復力が依然として弱い。固定資産投資（実質）は、昨年12月に前年同月比13.3%まで伸びを強めたが、今年1月から3月にかけて

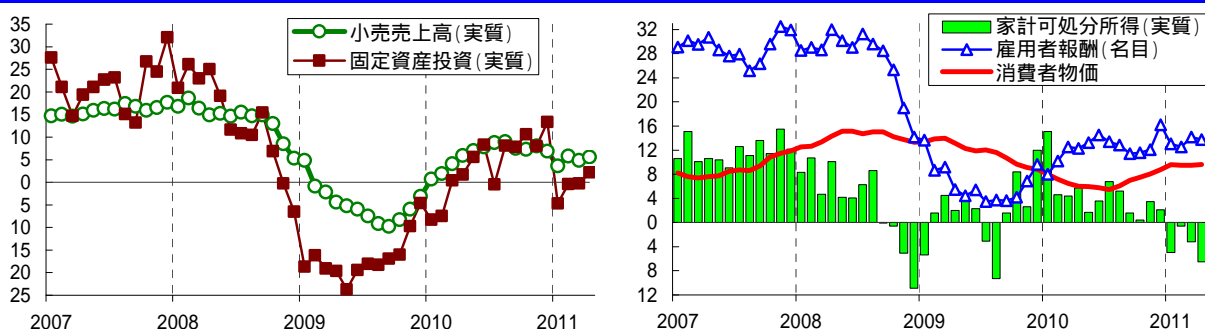
て3ヶ月連続でマイナスとなった後、4月はプラスに転じたものの、2.2%と小幅にとどまっている。また、小売売上高(実質)の前年同月比は昨年8月の9.0%をピークに減速し、今年も1月3.6%、2月5.8%、3月4.8%、4月5.6%にとどまっている。最近の消費減速には、家計の可処分所得(実質)が今年1月以降、4ヶ月連続で前年同月比マイナスとなっている(4月は▲6.5%)ことが影響している。雇用者報酬(名目)の伸びが引き続き金融危機前の約半分にとどまる中で、昨夏以降、食料品を中心に物価の騰勢が強まっている。

ロシアの実質GDP(四半期、前年同期比、%)



(出所) ロシア国家統計局
(注) 輸入の増加はGDP成長率に対しマイナスに寄与(輸入の減少はプラスに寄与)。

ロシアの主要経済指標の推移(前年同月比、%)

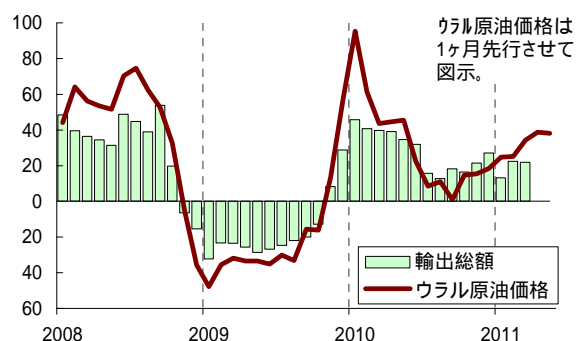


(出所) ロシア国家統計局、ロシア中央銀行

(注) 雇用者報酬 = 就業者数 × 1人あたり賃金。

さらに、輸出も1~3月期の成長率を押し下げた模様である。輸出総額(名目、ルーブルベース)は昨秋以降、前年同期比で2割前後の伸びを維持している(3月は22.0%)が、主力品目である原油の価格上昇ペースが加速²して嵩上げされた側面がある。このため、1~3月期の輸出は、実質ベースで昨年10~12月期の前年同期比5.0%から鈍化した見込みである。

ロシアの輸出総額と原油価格(前年同月比、%)



(出所) ロシア税関局、Bloomberg (注) ルーブル換算後の前年同月比。

ロシア経済の先行きについて展望すると、2010年中の下押し要因となった猛暑や早魃による悪影響が一巡してきたことは明るい材料である。農業生産(実質)は、昨年8~9月に前年同月比で2割を超えるマイナスとなったが、12月以降は前年並みに戻っている(4月は0.4%)。このため、農業生産は今夏にかけ昨年の反動によりプラス幅を広げる見込みである。

しかし、天候要因以外で成長率を加速させる要因は見出し難い。特に、労働分配率に依然として引き下げ余地が残っていることや、不良債権比率がなお高水準であることは、引き続き個人消費や固定資産投資の回復力を抑制すると見込まれる。

² ロシアの輸出は原油、石油製品、天然ガスの3品目が全体の76%(2010年。内訳は原油と石油製品が各32%、天然ガスが11%)を占める。また、ロシア産原油価格の代表的指標であるウラル原油価格(ルーブル換算後)の前年同月比は、昨年8月の0.9%をボトムとして伸びが強まり、昨年12月には24.8%、さらに今年3月には38.7%まで加速している。

そして、対内投資や輸出の面で関連性が深い欧州経済について、ソブリン問題による混乱長期化や財政引き締めによる低成長が見込まれることも、ロシアの経済成長を抑制する要因と考えられる。ロシアの対内投資残高の国別内訳を見ると、キプロスなどのタックスヘイブン国を除けば、欧州勢の割合が大きい。このため、ソブリン問題に直面する欧州の投資家のリスク許容度低下が、ロシアへの資本流入を阻害する一因となっている可能性が高い。今後も、ソブリン問題の早期解決は期待薄であるため、ロシアにとっては海外資本が流入し辛い状況がさらに続くと予想される。

また、ロシアからの輸出は、ユーロ圏向けが全体の約4割を占めている。ユーロ圏経済は、ドイツやフランスが牽引役となり、1～3月期の実質GDPが前年同期比2.5%（前期比0.8%）の高成長となった。しかし、今後は独・仏といった中核国も含め、緊縮財政に伴う景気下押し圧力が強まると見込まれるため、2011年の成長率は2010年（1.7%）並みが精々であり、2012年には鈍化すると予想される。これは、ロシアの実質輸出が当面伸び悩む可能性を示唆する。

さらに、足元で上昇が一服している原油価格がそのまま落ち着けば、名目輸出や企業収益の伸びが鈍化すると見込まれる。以上を総合すれば、2011年から2012年にかけてロシア経済が金融危機前の力強さを取り戻すことは展望し難く、4%前後の成長にとどまると予想される。

ロシア政府は、原油価格の緩やかな低下³などを想定し、2011～2012年の成長率を4.2%、3.5%と予測している。これは、IMF（国際通貨基金）が同時期に公表した予測（4.8%、4.5%）を大幅に下回るものであるが、当社は前者の蓋然性の方が高いと見ている。

一方、物価動向は、消費者物価の前年同月比が昨年7月の5.5%をボトムとして、今年1月には9.6%まで上昇、その後も9%台半ばで高止まっている（4月も9.6%）。昨夏以降のインフレ率上昇には、猛暑と早魃に伴う農業生産の大幅な落ち込みを受けて、約4割のウエイトを占める食料品価格が急騰したことが大きく寄与した。そして、足元でインフレ率の上昇が止まっているのも、農業生産の回復により食料品価格の伸

対内直接投資の相手国別内訳（億ドル、%）

	2009年残高		
	金額	構成比	伸び率
キプロス	335.5	30.8	17.6
オランダ	290.7	26.7	19.1
ドイツ	78.3	7.2	7.7
英領バージン諸島	47.3	4.3	13.6
英国	36.3	3.3	22.0
フランス	21.8	2.0	13.2
ルクセンブルク	11.9	1.1	2.6
中国	9.4	0.9	n.a.
日本	8.8	0.8	34.4
全世界合計	1,090.2	100.0	10.9

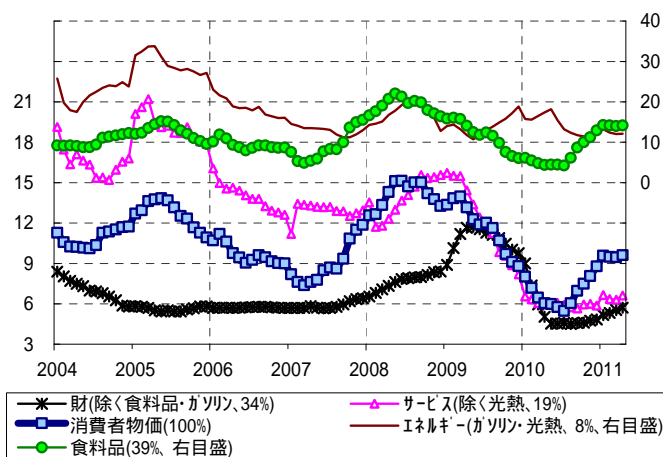
（出所）日本貿易振興機構

ロシアの輸出の相手国別内訳（2010年）

	金額 (億ドル)	構成比 (%)	前年比 (%)
輸出総額(FOB)	3,964	100.0	31.4
オランダ	540	13.6	48.2
イタリア	273	6.9	8.8
ドイツ	251	6.3	34.2
ウクライナ	231	5.8	67.1
トルコ	204	5.1	24.4
中国	203	5.1	21.8
ベラルーシ	181	4.6	8.0
ポーランド	149	3.8	19.5
日本	128	3.2	77.0
(ユーロ圏17ヶ国計)	1,535	38.7	33.8

（出所）CEIC

ロシアの消費者物価（前年同月比、%）



（出所）ロシア国家統計局

（注）凡例カッコ内の数値は消費者物価における各品目の構成比。

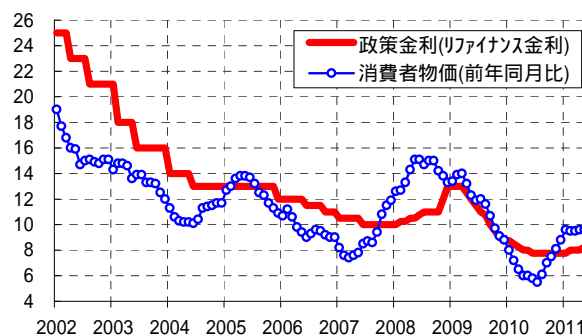
³ ロシアにおける原油価格の代表的指標であるウラル原油価格について、2011年平均を105ドル/バレル、2012年平均を95ドル/バレルと想定。なお、2010年の平均価格は78.2ドル/バレル、今年5月上中旬の平均価格は111.4ドル/バレルである。

⁴ 経済発展省が4月22日に公表した「社会経済発展見通し」による（標準シナリオ）。

びが頭打ちとなったためである。一方で、食料品以外の価格は、内需の回復力の弱さを背景に落ち着いている。具体的には、ガソリンや電気・ガスなどのエネルギー価格の上昇ペースが緩やかな減速傾向を辿っているほか、サービス価格（光熱を除く）の前年同月比は 2010 年以降 6%近辺で横這い、財価格（食料品とガソリンを除く）の前年同期比は昨年 8 月の 4.5%からボトムアウトしたものの、今年 4 月時点で 5.7%と過去の安定期（2005～2007 年）並みの低さを維持している。

こうした状況下、インフレ率の目標を 6～7%としているロシア中央銀行は、今年 2 月と 5 月に政策金利を各 0.25%Pt 引き上げた。しかし今後については、内需の回復力が引き続き弱い上、食料品価格の上昇一服によりインフレ率がピークアウトする可能性もある。このため、ロシア中銀はインフレ目標達成に向け利上げを継続するものの、そのペースは景気動向への配慮から緩められると予想される。

ロシアのインフレ率と政策金利 (%)



(出所) Bloomberg