

Economic Monitor

資源や欧州への依存体質が成長鈍化につながるロシア経済

ロシア経済は資源や欧州に大きく依存した体質である。2012 年の経済成長率は、ソブリン問題に揺れるユーロ圏のゼロ成長が予想されるほか、資源価格の上昇もあまり期待できないことから、2011 年の 4%程度から低下する可能性が高い。これは、ロシア経済が、金融危機前の強さを取り戻せないのみならず、BRICs の中でも相対的に弱いことを意味する。

7～9 月期の成長率は農業生産の回復を主因に前年同期比 4.8%へ上昇

ロシアの 7～9 月期の実質成長率は前年同期比 4.8%と、4～6 月期の 3.4%から伸びが高まった。詳細は未公表であるが、各種経済指標から判断すると、成長率の高まりには、昨夏の農業活動が熱波を受けて落ち込んだ反動が、直接、間接双方のルートで寄与している。

まず、直接的には、農業生産（実質）の伸びが、4～6 月期の前年同期比 0.6%から 7～9 月期には 16.5%まで高まった。2010 年の動きを見ると、4～6 月期の前年同月比 2.3%から 7～9 月期には同▲19.7%まで落ち込み、ロシアの実質成長率が同 5.0%から 3.1%へと低下する主因となった。2011 年 7～9 月期の成長率は、農業におけるこうした前年同期の動きのウラによって高まっている側面が大きい。

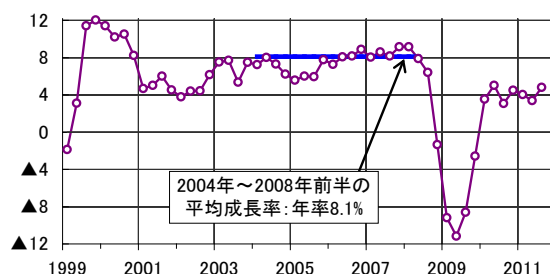
加えて、農業活動の回復は、食料品価格の伸びの鈍化を通じてインフレ率を 4～6 月期の同 9.5%から 7～9 月期には 8.1%へと低下させ、さらに実質雇用者報酬の伸びを同 3.7%から 5.0%へと高めている。これにより、小売売上高（実質）の伸びは 4～6 月期の同 5.8%から 7～9 月期には 7.6%へと高まり、7～9 月期の成長率を上昇させる一因となった。

輸出減速などから 10～12 月期の成長率は鈍化へ

そして、10 月も農業生産と小売売上高の高い伸びは続いている。特に、農業生産は前年同月比 51.8%と、前年 10 月の減少（▲3.7%）からの反動だけでは説明しきれないほどの伸びとなっている。また、小売売上高も同 8.8%とほぼ 9 月（9.2%）並みで、7～9 月期平均の 7.6%を上回る伸びを維持している。

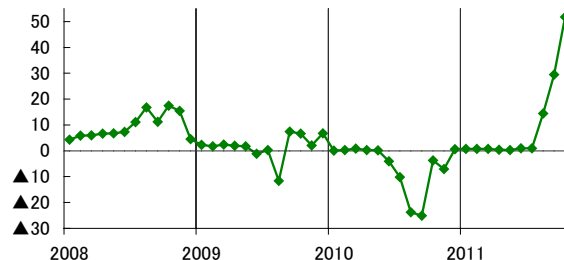
しかしながら、ロシアにとって本来の景気牽引役である輸出の伸びは今年 6 月をピークとして頭打ちとなっており、鉱工業生産の減速も明確になっている。特に、鉱工業生産は 9 月に前年同月比 3.9%、10 月に同 3.6%と、金融危機後の回復局面において最も低い伸びとなっている（図表は次頁）。主要輸出先であ

ロシアの実質経済成長率（前年同期比、%）



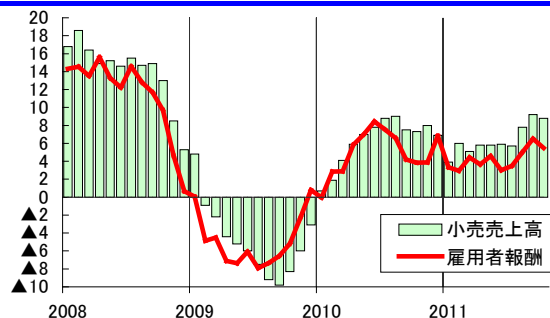
（出所）ロシア国家統計局

ロシアの農業生産（実質、前年同月比、%）



（出所）ロシア国家統計局

雇用者報酬と小売売上高（実質、前年同月比、%）



（出所）ロシア国家統計局 （注）雇用者報酬＝就業者数×1人あたり賃金。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

るユーロ圏をはじめとした国外景気の減速が背景であるため、こうした減速傾向はさらに続く見込みである。そして、これが今後の雇用者報酬の伸びを抑制し、インフレ率低下による実質所得押し上げ効果を減殺していく可能性も高い。

以上を踏まえると、10～12月期の実質成長率は、前年同期比で4%台を確保する可能性はあるが、7～9月期からの鈍化は不可避と考えられる。これにより、2011年通年の成長率は、2010年（4.0%）並みの4%程度になると見込まれる。

株価や通貨は今夏以降大幅下落

そして、こうした実体経済の動向よりも変調ぶりが顕著なのは、今夏以降の株価や通貨の動きである。ロシアの代表的な株価指数である RTS 指数は8月、9月の2ヶ月間で32%下落、ルーブルの対米ドル相場も17%下落した。ともに10月に入ってやや反発したものの、11月には再び下落しており、11月末の水準は7月末に比べると、株価が22%、ルーブルが11%低い水準にとどまっている。

ロシアは従来、BRICsの一角として有望な投資先とされてきた。また、経常収支の黒字国であり外貨準備も潤沢にあることから、ルーブルは新興国通貨の中でも暴落にはなりにくい通貨と言える。にもかかわらず、今回、対露投資が抑制され、株価や通貨が大幅安となっている背景には、内外の投資家がロシア経済の脆弱性に対する懸念を抱いている面もある。

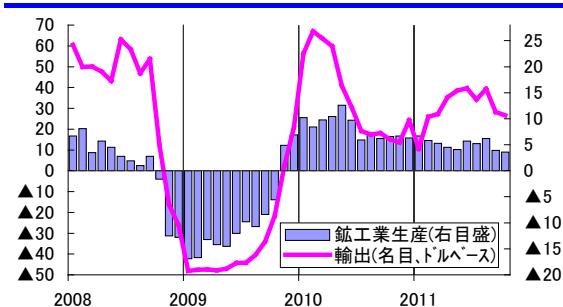
対露投資を敬遠させる3つの要因

ロシア経済の脆弱性とは、具体的に以下の3点を指摘できる。

第1は、資源関連分野に大きく依存する産業構造である。ロシアでは輸出の約7割を原油、石油製品、天然ガスの3品目が占めており、これら資源輸出の拡大が、企業収益や家計所得の増加を通じて国内需要を喚起し経済成長に結びつくとともに、財政の安定にもつながっている。そのため、経済成長のペースは資源価格、特に原油価格の変動に左右され、必然的に株価や為替相場も原油相場から強い影響を受けることになる。今回の株安・ルーブル安も、ロシア産原油価格の代表的指標であるウラル原油価格が、今年4月末をピークとした下落基調にあることが背景にあると考えられる。

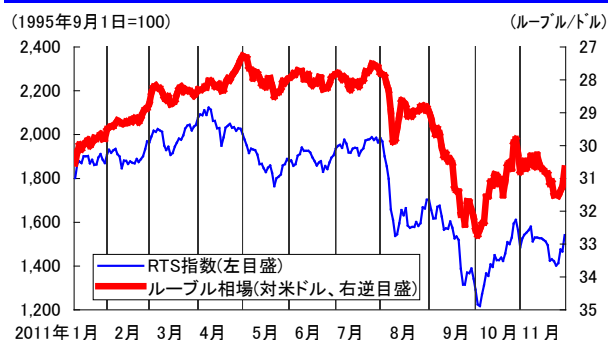
第2は、欧州との経済面における結びつきの強さである。ロシアでは、ユーロ圏向け輸出の輸出全体に占める割合が32%にも上る。この割合は、ユーロ圏に隣接する中東欧や北欧の国々に次ぐ高さであり、他のBRICs諸国のそれを大きく上回っている（ブラジル18%、中国とインド各15%。図表は次頁）。また、対内投資残高の国別内訳を見ても、キプロスなどのタックスヘイブンを除けば、オランダ、ドイツ、フランスのユーロ圏3ヶ国で5割強を占めるなど、欧州依存度が非常に高い経済構造となっている。そのため、欧州でソブリン問題が深刻化すれば、欧州景気が悪化しロシアの輸出が下押しされるほか、欧州投資家のリスク許容度が低下し、対露投資の抑制にもつながるなど、ロシア経済に悪影響が波及しやすい。こうし

ロシアの輸出と鉱工業生産（前年同月比、%）



（出所）ロシア国家統計局

ロシアの株価指数と為替相場



（出所）Bloomberg

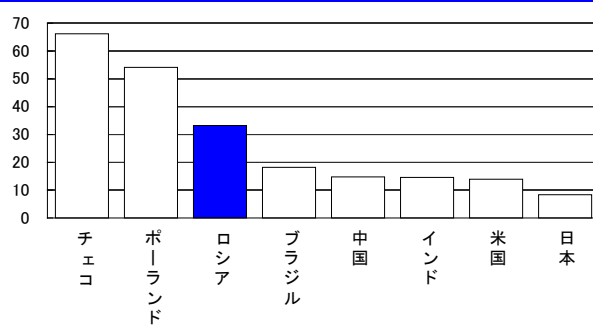
（注）直近は11月30日。

た経済構造を反映して、夏場以降、ギリシャのデフォルト懸念が強まり、追加支援策を巡るユーロ各国の調整が難航したことや、イタリアやスペインの財政悪化懸念が強まったことが、ロシアの株価やルーブル相場を押し下げる大きな要因になっている。

第3は、経済政策に関する先行き不透明感である。プーチン首相は9月24日、来年3月に行われる次期大統領選挙への出馬を表明¹、メドベージェフ大統領を次期首相とする方針を示したことから、2012年以降も「双頭体制」

が維持されることになった。ところが、その直後、プーチン氏が大統領に就任した2000年から側近として仕え、経済改革の旗振り役でもあったクドリン副首相兼財務相が更迭される事態に至った。原因は、国防費を中心とした財政拡張路線を目指すメドベージェフ大統領と、それに異議を唱えるクドリン氏との対立の深まりである。クドリン氏は、石油・ガス収入を財源とした基金の設立により経済を安定化させたほか、2000年には60%にも達していた政府債務の対GDP比を2008年には8%まで低下させるなど、財政健全化にも大きな功績を残してきた。安定成長と財政規律の両面において西側諸国や投資家の信認を集めてきたクドリン氏の政権離脱は、ロシアの経済政策運営に対する信認にダメージを及ぼしている。

輸出総額に占めるユーロ圏向け輸出のシェア(2010年、%)



(出所) IMF(国際通貨基金)

欧州ソブリン問題の影響が波及し 2012 年の成長率は低下

以上のように、ロシア経済は「資源依存」と「欧州依存」が強いため、2012 年にかけての姿を展望する上では、ソブリン問題に揺れる欧州経済の行方や資源価格の動向がカギを握ることになる。

その点に関しては、ユーロ圏経済は、財政健全化に向けて政府支出の削減や増税が進められることなどから、2012 年にはゼロ成長になると予想される²。また、資源価格についても、ソブリン問題を受けた欧州経済の低迷や投機マネーの縮小という下落要因が見込まれるため、あまり上昇を期待できる状況にもない。

こうした欧州経済の低迷や資源価格の伸び悩みにより、ロシアの輸出は 2012 年にかけて伸びが鈍化し、それが企業収益や家計所得の増勢を鈍らせ、ひいては国内需要の拡大ペースを弱めることになる。また、欧州経済の長期低迷により、対露投資の減少やルーブル安に伴う輸入品価格の押し上げなどが続けば、ロシアの国内需要抑制につながる可能性もある。

ただし、資源価格やルーブル相場が大幅に下落するような事態は避けられると見込まれる。それは、アジアを中心とする新興国の需要拡大が引き続き資源価格を下支えすると期待されるからである。また、ルーブル相場についても、先に触れた通り、潤沢な外貨準備がルーブル買い介入による下支えを可能にすると考えられる。ロシアの外貨準備高は今年 10 月末時点で 5,256 億ドルと、同国の短期対外債務の 8.4 倍に相当する規模まで積み上がっている。この水準は、中国を除く主な新興国が概ね 3 倍程度である中では突出した高さになっており、為替相場を安定させるための介入余力が他国より相当に大きいことを示している。ロシア通貨当局は、今回のルーブル安に対して既にルーブル買い介入を始めているが、今後もルーブル相場の急激な変化に対しては介入によって対応していくであろう。

¹ 与党「統一ロシア」は 11 月 27 日の党大会で、次期大統領選でのプーチン氏擁立を正式に決めた。

² 詳細は 11 月 24 日付け Economic Monitor 「2012 年のユーロ圏経済はゼロ成長に（改訂見通し）」を参照されたい。

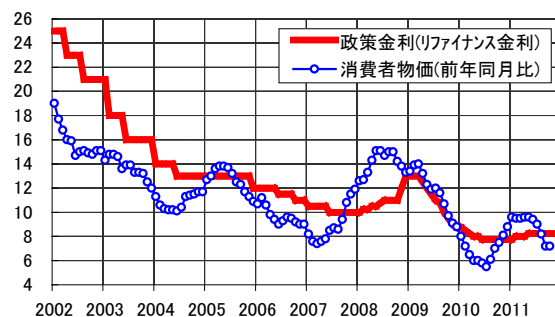
以上を踏まえると、景気下押し要因の多い2012年の経済成長率は、4%程度と見込まれる2011年よりも低下する可能性が高い。ロシア政府は今年9月に2012年の成長率を標準シナリオで3.7%と予想したが、欧州ソブリン問題の深刻な状態が続く中では、成長率が3%近辺まで低下する可能性もある。

ただし、その一方で、財政拡張路線を目指す現在の「双頭体制」下においては、今年12月4日の下院選挙や来年3月4日の大統領選挙を迎える中で、ばら撒きの財政政策が行われる可能性がある。こうした政策が実施されれば、2012年の成長率を若干ながらも押し上げることになるだろう。

いずれにしても、せいぜい4%程度の成長しか見込めないロシア経済は、平均8%近い高成長が続いた金融危機前（2004年～2008年前半）の力強さを取り戻せないのみならず、BRICsと並び称される中国やインド、ブラジルと比べても、その経済構造の脆弱性により、成長力の弱さが鮮明になっていると言えよう。

なお、ロシア中央銀行は、政策金利を今年2月と5月に各0.25Pt引き上げ8.25%とした後、11月にかけて据え置きとしている。ロシア中銀の場合、インフレ率が政策目標である6～7%を依然として上回る状況にあるほか、利下げがかえって国外への資本流出のリスクを高めるという点を重視しているため、成長率がマイナスに陥るなどの大幅な景気悪化が生じない限り、利下げに踏み切る可能性は低いと考えられる。むしろ、ロシア中銀はリーマンショック直後の2008年11月から12月にかけて、資本流出を阻止するために一旦、合計2%Ptの利上げ（11%→13%）を実施していることから、欧州ソブリン問題がさらに深刻化し、株価とルーブルの下落傾向に歯止めが掛からないケースでは利上げに動く可能性すらあると見ておくべきであろう。

ロシアのインフレ率と政策金利 (%)



(出所) Bloomberg

近代化路線の実効性向上が経済復活の条件

ロシア経済をより長い目で見た場合、クドリン氏不在の経済運営において、財政規律が維持されるのかどうか、また、メドベージェフ現大統領が掲げる「経済近代化」路線をプーチン氏が継承するのかが注目される。後者については、汚職の撲滅や、研究開発特区「スコルコボ」の設立を通じた外国企業の誘致などに力を注いできたが、現時点ではほとんど成果が上がっていない。その実効性を高めるためには、ビジネス環境の透明化や産業構造の多様化などへの一層の取り組みが必要であろう。

また、プーチン氏が大統領に復帰すれば、同氏の側近で「シロビキ」と呼ばれる治安機関出身者などの権力が再び強まり、経済改革の抵抗勢力になるとの懸念もある。実際に、多くの国営企業では、メドベージェフ政権下においても「シロビキ」がトップの座を維持している。

ロシア経済が力強さを取り戻すためには、特定の分野に過度に依存しない新たな成長パターンの確立に向け、近代化路線を地道に推進することが不可欠である。その際には、プーチン次期大統領が、前政権時代に築いた体制に自らメスを入れるというような英断も必要となってくるであろう。