

# 基礎研 レター

## ロシア経済の見通し—低成長が続く ロシア経済。潜在成長率の上昇に向けた 国家事業も、その効果は限定的か。

経済研究部 研究員 神戸 雄堂  
(03)3512-1818 ykambe@nli-research.co.jp

### 1—経済概況・今後のポイント

(経済概況) 10-12月期の実質GDP成長率は、高い伸びも内需は力強さを欠く内容

ロシア連邦統計局は、4月1日に2018年10-12月期のGDP統計を公表した。10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比2.7%増(原系列、以下同様)と比較的高い伸びとなり、これで11四半期連続のプラス成長となった。また、同日に2018年の実質GDP成長率の改定値が公表され<sup>1</sup>、前年比2.3%増と2017年の同1.6%増から加速した。

需要項目別に見ると、内需・外需ともに寄与度はプラスであったが、特に内需は力強さを欠いており、GDPから在庫投資を除いた最終的な需要の伸びは緩やかなものに留まった(図表1)。

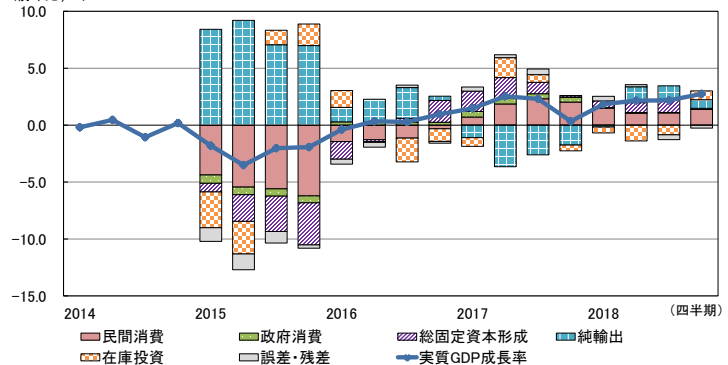
GDPの5割超を占める民間消費は前年同期比2.6%増と8四半期連続のプラス成長となったが、2017年から伸びが鈍化している。

政府消費は同0.3%増と12四半期連続のプラス成長となったが、2017年から伸びが鈍化している。

総固定資本形成は同0.2%増と10四半期連続のプラス成長となったが、消費と同様に2017年から

(図表1)  
(前年比、%)

【需要項目別】実質GDP成長率の推移



<sup>1</sup> 2月4日に同速報値が公表され、改定値と同様に前年比2.3%増であった。

伸びが鈍化している。

純輸出は輸出が同 2.6%増、輸入が同 0.3%減となった結果、成長率寄与度がプラス 0.7%ポイントと 3 四半期連続のプラスとなった。

供給項目別に見ると、第一次産業、第二次産業、第三次産業すべてで前年同期比プラス成長となった。

第一次産業は同 2.3%増と 5 四半期ぶりのプラス成長となった。

第二次産業は同 3.5%増と 4 四半期連続のプラス成長となった。鉱工業や建設業が好調であった。

GDP の約 6 割を占める第三次産業は同 2.3%増と 8 四半期連続のプラス成長となった。小売・卸売業や金融・保険業が好調であった。

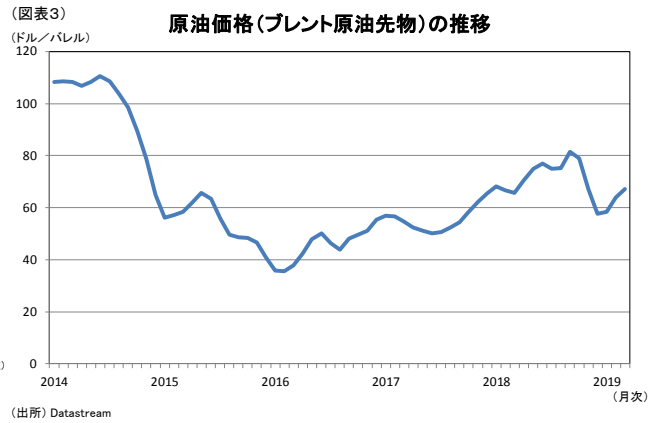
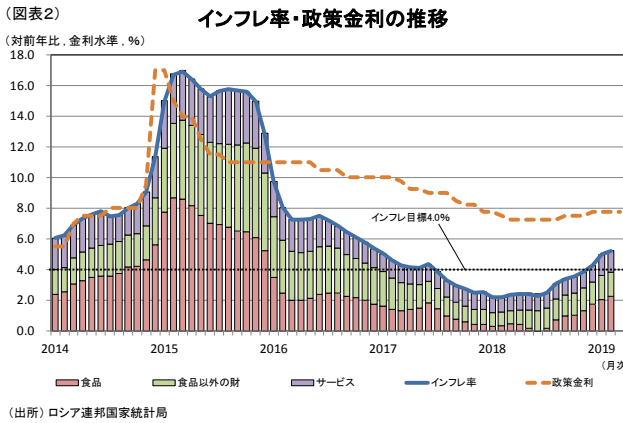
## (今後のポイント) マイナス材料が目立つ 2019 年。今後は 2024 年までの国家事業の行方に注目。

ロシア経済は 2015 年にマイナス成長に陥ったが、2016 年から 2018 年まで 3 年連続のプラス成長へと回復しており、特に 2018 年は前年比 2.3%増と近年では比較的高い伸びとなった。しかし、これは、2018 年 12 月に実施された GDP 統計の改定によって押し上げられたと推測される<sup>2</sup>。また、需要項目別に見ても、内需は力強さを欠く内容となっている。2018 年は前年から実質 GDP 成長率が加速したものの、比較的高水準で推移した原油価格によって、外需寄与度がマイナスからプラスに転じたからに過ぎない。内需については、前年比プラス成長となっているが、伸び率は前年から大きく鈍化している。

2019 年のロシア経済は、マイナス材料が目立つため、2018 年から実質 GDP 成長率が鈍化するだろう。まず、2018 年半ばからルーブル安に伴う輸入物価の上昇によってインフレ率の上昇が続いている他、2019 年 1 月からは付加価値税率の引上げ(18%→20%)と年金受給開始年齢の引上げによって、足元の実質可処分所得は減少している。駆け込み需要の反動もあって、GDP の 5 割超を占める民間消費に水を差すだろう。また、インフレ率の上昇に伴い、中央銀行は 2018 年 9 月と 12 月に政策金利の引上げを行った結果、足元では長期貸出金利に上昇の兆しが見られる。直近 2 会合では政策金利を据え置いたが、2019 年中に金融緩和に転じる可能性は低いだろう(図表 2)。そして、ロシア経済を語るうえで無視することのできない国際原油価格についても、18 年 12 月の OPEC プラスによる協調減産によって、足元では上昇基調にあるが、上値は重いと見られ、年間では 2018 年を下回る見通しである<sup>3</sup>(図表 3) 前年を下回る原油価格に加えて、世界経済の減速によって輸出総額は前年から減少するだろう。このように、2019 年はマイナス材料が多いが、国家事業に係る政府部門の消費と投資が景気を下支えし、底割れには至らないだろう。

<sup>2</sup> 2018 年 12 月の改定によって、2016 年の成長率は▲0.2%から 0.3%へ、2017 年の成長率は 1.5%から 1.6%へ押し上げられた。

<sup>3</sup> 原油価格が一定水準まで上昇した場合、トランプ大統領の口先介入や米国のシェールオイルの増産につながり、価格下落要因になると考えられる。また、イランとベネズエラに対する米国の制裁の動向次第でも価格が下落しうる。さらに、協調減産の期間は 2019 年 1 月から 6 月までとなっているが、12 月までの期間延長についてはロシアが否定的との報道もある。



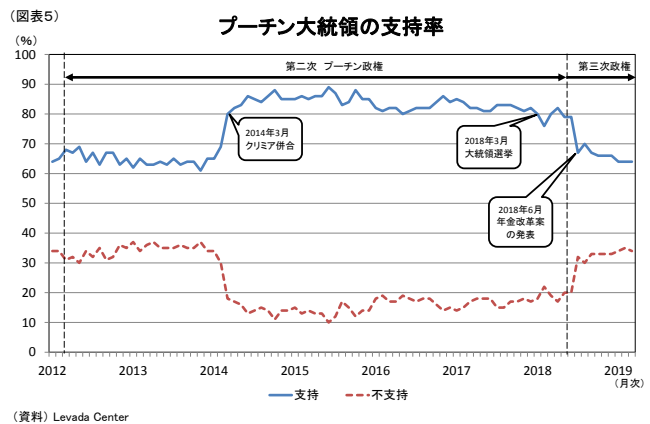
今後のポイントとしては、連邦政府が掲げる「2024年までの内政目標と目標の実現に向けた13分野の国家事業」が挙げられる。近年のロシア経済は、従来からの構造的課題であった国内産業の育成や投資の活性化を十分に達成できていないまま、少子高齢化の進展や欧米による経済制裁が生じている。その結果、潜在成長率が低下し、実質GDP成長率が低迷していると見られる。この状況を打開すべく、プーチン大統領は2018年5月の大統領就任式で2024年までの内政目標として9つの目標を掲げ、ロシア連邦政府は2019年2月に、目標の実現に向けた13分野の国家事業の概要を公表した(図表4)。これらの事業は、短期的には政府消費や公的固定資本形成の拡大による景気の下支え、そして中期的には潜在成長率の上昇につながると期待される。しかし、以下の2点から後者については大きな効果が得られるとは考えにくい。

まず、国家事業の実現性に対する懸念である。これらの事業は規模こそ大きいものの<sup>4</sup>、その予算の約3割を民間資金に依存する計画となっている他<sup>5</sup>、2018年6月の年金改革案の発表以降、プーチン大統領の支持率が大きく低下していることは、確実な実現に向けて不安材料である(図表5)。また、欧米による経済制裁による影響も大きいと考えられ、仮に国家事業を確実に実現したとしてもその効果が限定的に留まる懸念である。当面の間、欧米による経済制裁が解除される見込みは薄いため、引き続き外資やエネルギー分野における技術の獲得という課題は解消されないだろう。

(図表4) **2024年までの9つの内政目標及び13の国家事業の予算**

9つの内政目標	13の国家事業	予算 (10億 ルーブル)
①人口増加 ②平均寿命の伸長 ③国民の実質所得の増加・ 年金保障額の引き上げ	人的資本	
	保健	1,725.8
	教育	784.5
④貧困率の半減 ⑤住環境の改善	生活環境	
	文化	113.5
	安全で高品質な自動車道路	4,779.7
⑥技術革新の加速、 技術革新を行う企業の拡大 ⑦経済・社会部門への デジタル技術導入の加速化 ⑧マクロ経済の安定と 世界平均を上回る経済成長 ⑨製造業および農業・食品産業 など基幹部門での輸出志向 セクターの創出	経済成長	
	住宅・都市環境	1,066.2
	環境保護	4,041.0
	科学	636.0
	中小企業支援	481.5
	デジタル経済	1,634.9
	労働生産性・雇用支援	52.1
国際協力・輸出	956.8	
基幹インフラの更新・拡大に 向けた総合計画	6,348.1	
	<b>合計</b>	<b>25,725.3</b>

(資料)ロシア連邦政府



<sup>4</sup> これらの事業規模は2019年から2024年にかけての総額で約25兆7000億ルーブル。これは2018年名目GDPの約25%に相当する。

<sup>5</sup> 特に、環境保護については約8割、基幹インフラの更新・拡大に向けた総合計画については約5割と民間資金への依存度が高くなっている。

(図表6)

## ロシア経済の見通し

		2017年	2018年	2019年	2020年	2018年				2019年			
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	1-3 (実績)	4-6 (実績)	7-9 (実績)	10-12 (実績)	1-3 (予測/ 実績)	4-6 (予測)	7-9 (予測)	10-12 (予測)
実質GDP成長率	前年比、%	1.6	2.3	1.5	1.7	1.9	2.2	2.2	2.7	1.0	1.6	1.9	1.3
民間消費	前年比、%	3.3	2.3	0.9	2.0	2.7	1.9	2.0	2.6	0.7	1.0	1.0	0.7
政府消費	前年比、%	2.5	0.3	0.9	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	1.0	1.2	1.2
総固定資本形成	前年比、%	5.2	2.9	1.3	2.0	3.5	4.2	5.5	0.2	0.5	1.5	1.5	1.5
純輸出	前年比寄与度	▲ 2.3	0.8	▲ 0.1	0.2	▲ 0.2	1.3	1.1	1.0	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1
失業率	平均、%	5.2	4.8	4.8	4.9	5.1	4.8	4.6	4.8	5.0	4.8	4.6	4.7
消費者物価(CPI)	前年比、%	3.7	2.9	5.3	4.8	2.3	2.4	3.0	3.9	5.4	5.3	5.3	5.2
政策金利	期末、%	7.75	7.75	7.75	7.25	7.25	7.25	7.50	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75
対米ドル為替相場	平均、ルーブル	58.7	62.8	65.3	65.0	56.9	62.0	65.6	66.6	65.9	65.0	65.0	65.0
原油価格(ブレント価格先物)	平均、ドル/バレル	54.8	71.5	65.0	67.0	66.9	74.1	77.2	68.0	63.8	65.0	66.0	65.0

(注意) 2019年1-3月期については、為替相場と原油価格のみが実績値。その他は予測値。

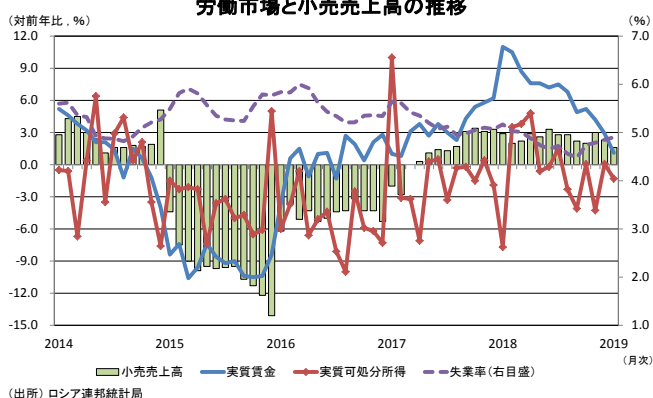
(出所) ロシア連邦統計局、ロシア中央銀行、Bloomberg、Datastreamをもとにニッセイ基礎研究所作成

## 2—実体経済の動向

### (民間消費) 労働市場は堅調も、実質可処分所得減少の影響が今後顕在化

ロシアの労働市場は、少子高齢化による労働力人口の減少によって、失業率が2017年以降、低下しており、足元では史上最低水準に達している(図表7)。労働需給の引き締まりに加えて、2016年からの複数回にわたる最低賃金の引上げによって<sup>6</sup>、実質賃金の前年比プラスが続いている。しかし、2018年半ば以降はインフレ率が上昇しているため、実質賃金の伸びが鈍化し、実質可処分所得については前年比マイナスが続いている。2019年1月からの付加価値税率及び年金受給開始年齢の引上げによって、当面の間、実質可処分所得の減少が続くだろう。小売売上高については、足元では落ち込みの兆しはあまり見られないものの、今後は、駆け込み需要の反動と実質可処分所得減少の影響が徐々に顕在化していくと予想される。

(図表7)



### (政府消費) 国家事業に対する歳出によって、政府部門の2019年度<sup>7</sup>予算案の歳出は拡大

<sup>6</sup> 2016年1月から2019年1月にかけて6回の引上げが行われ、最低賃金の水準は約90%上昇している。

<sup>7</sup> ロシアの会計年度は1月から12月までである。

2019年度のロシア連邦政府の予算案は、歳入・歳出ともに2018年11月に承認された2018年度修正予算案を上回った(図表8)。連邦政府は2017・2018年度と緊縮財政を志向し、歳入が増加しても歳出の拡大には消極的であったが、2019年度の歳出は2018年度修正予算案の歳出を1割近く上回った。これは先述した国家事業に対する歳出によるものである。また、同事業の歳出は連邦政府だけではなく、地方政府の予算も財源としている。連邦政府及び地方政府の歳出拡大は、2019年の政府消費の伸びを加速させるだろう。

(図表8)

	2019年度 (予算案)	2020年度 (予算案)	2021年度 (予算案)	2018年度 (予算案)	2018年度 (修正案)
歳入(10億ルーブル)	19,969	20,219	20,978	15,258	18,942
石油・天然ガス関連	8,298	7,936	8,018	5,480	8,820
その他	11,671	12,283	12,960	9,778	10,122
歳出(10億ルーブル)	18,037	18,994	20,026	16,529	16,803
財政収支(10億ルーブル)	1,932	1,225	952	▲ 1,271	2,139
名目GDP比(%)	1.8	1.1	0.8	▲ 1.3	2.1
想定ウラル原油価格 (米ドル)	63.4	59.7	57.9	43.8	69.6
想定為替レート (ルーブル/米ドル)	63.9	63.8	64.0	64.7	61.7

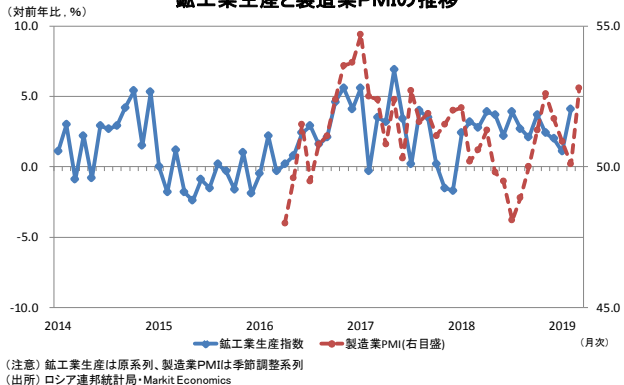
(資料)2018年度予算案・2019年度予算案

### (総固定資本形成) 国家事業における公的部門の投資が底上げ

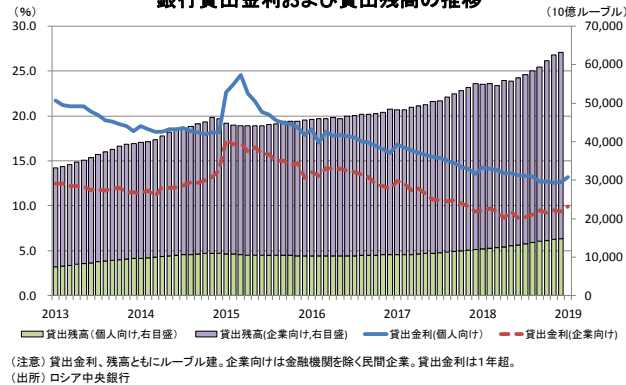
2018年の総固定資本形成の伸び率は、2017年から鈍化した。総固定資本形成の内訳は明らかにされていないが、2017年に実施された政府主導の大規模なインフラ整備<sup>8</sup>の効果が剥落したことが一因と見られる。2019年は、先述の国家事業による公的固定資本形成の拡大が総固定資本形成を押し上げるだろう。

一方で、2019年の民間部門の設備投資は、長期貸出金利が上昇するも、その影響は限定的で底堅く推移するだろう。鉱工業生産は、2018年初から前年比プラスが続いており、製造業PMIも2018年9月以降は景気判断目安の50を上回っている(図表9)。また、2018年は貸出金利の低下に伴い、個人・企業向けともに貸出残高ペースが加速したことから、企業の設備投資や家計の住宅投資は堅調に推移したと推測される。今後、貸出金利は上昇していくと予想されるが、足元の金利水準は歴史的な低水準であるため、企業の設備投資及び家計の住宅投資は底堅いだろう(図表10)。

(図表9) 鉱工業生産と製造業PMIの推移



(図表10) 銀行貸出金利および貸出残高の推移



<sup>8</sup> 2017年はケルチ海峡大橋や中国向けガスパイプライン「シベリアの力」の建設が行われた。

## (純輸出)輸出が減速も、輸入の落ち込みが相殺。

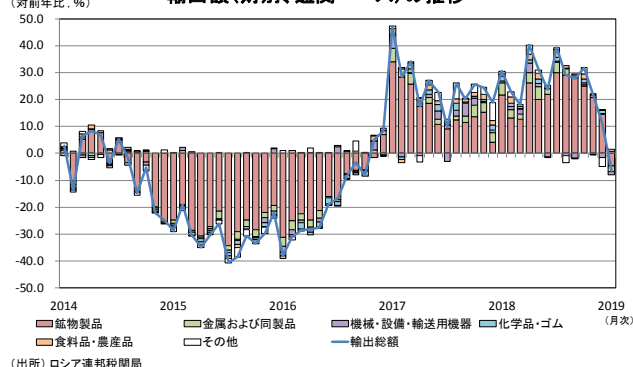
2018年のロシアの純輸出の成長率寄与度は、2017年のマイナスからプラスに転じた。これは、輸入の伸び率が鈍化し、輸出の伸び率を下回ったからである。2019年は、世界経済の減速によって輸出が伸び悩むが、内需の落ち込みによって輸入も落ち込むと予想されるため、外需が大きな押下げ要因とはならないだろう。

通関ベースで見ると、2018年は輸出が鉱物製品を中心に好調であったが、2019年1月は約2年ぶりに輸出総額が前年比マイナスとなるなど、落ち込みの兆しが見られる。また、輸入は2018年半ばから前年比マイナスが続いている（図表11・12）。

(図表11)

(対前年比、%)

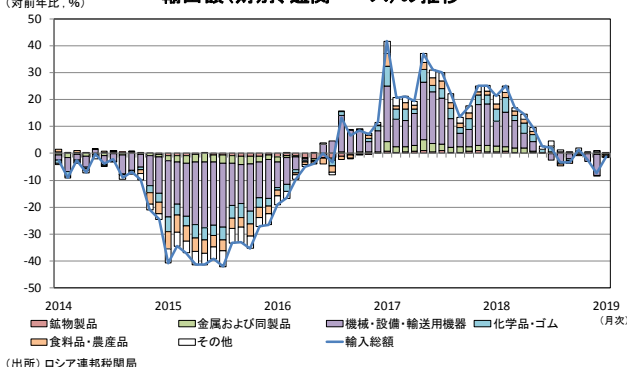
輸出額(財別、通関ベース)の推移



(図表12)

(対前年比、%)

輸出額(財別、通関ベース)の推移



## 3—為替・物価・金融政策の動向

(為替)ルーブル高は継続も上値が重いと予想。追加の経済制裁次第ではルーブル安も。

2018年のロシアの為替レートは、原油価格が2018年後半まで上昇基調であったものの、露米金利差の縮小と米国による追加制裁によって、年間を通してルーブル安が進行した<sup>9</sup>。しかし、2018年12月に米国による制裁の一部が解除された他、露米金利差が拡大、原油価格が上昇に転じたことで、足元では、ルーブル高に転じている（図表13）。

今後は、原油価格の更なる上昇によってルーブル高が進行するが、上値が重い展開が続くだろう。2019年3月には、欧米による追加制裁が発動されており、更なる追加制裁次第では再びルーブル安が進行することも考えられるだろう。

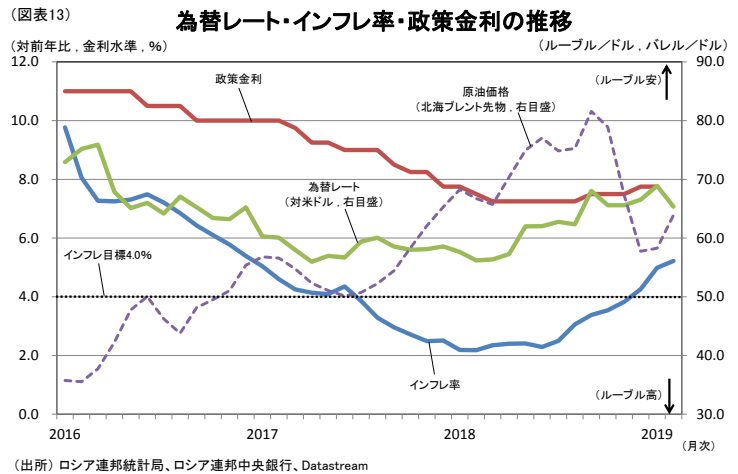
<sup>9</sup> 2018年4月及び8月に追加制裁が発表されると、ルーブルは大きく下落した。特に、4月の制裁には世界のアルミ生産量の1割弱を生産しているルサールが制裁対象となったことで、アルミ価格が急騰するなど国際的な影響が大きかったため、米国は制裁を発動せず、複数回にわたって猶予期間を延長してきた。2018年12月には、プーチン大統領に近いデリバスカ氏の影響力が低下したことを受けて、米国は制裁を解除した。

(物価・金融政策)付加価値税率の引上げによってインフレ率は上昇傾向も、政策金利は据え置きを継続か

インフレ率は、2016年以降、欧米の経済制裁に対する輸入代替政策の結果、食品価格の上昇が落ち着いたことで、大きく鈍化した。2017年半ばにインフレ目標の4.0%を下回ると、2018年初には史上最低の2.2%まで低下した。その後、ルーブル安に伴う輸入物価の上昇によって、インフレ率は緩やかに上昇し、2018年12月には再びインフレ目標の4.0%を上回り、足元では付加価値税率の引上げによって5%台に達している。2019年はルーブルが

堅調に推移すると予想されるため、5%台で推移し、付加価値税率引上げの影響が剥落する2020年には再び4.0%台に落ち着くと予想する。

政策金利は、2018年9月と12月の2回の引上げによって、7.25%から7.75%へ上昇したが、直近の2回の金融政策決定会合では据え置かれた。今後は、インフレ率の動向次第ではあるが、景気の落ち込みを見据え、2019年は政策金利を据え置くだらう。インフレ率が落ち着く2020年に再び利下げに転じると予想する。



以上

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。