

基礎研 レター

ロシア経済の見通し—停滞が続く経済。20年は内需の回復で加速も、緩やかな成長に留まるか。

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

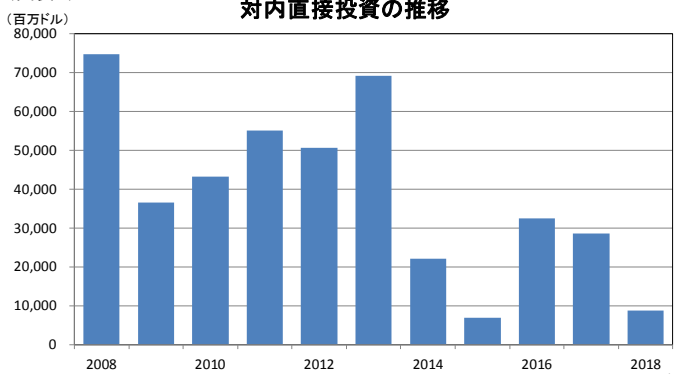
1—経済概況

(経済概況)

近年のロシア経済は、資源依存からの脱却、国内産業の育成や投資の活性化といった従来からの構造的課題を十分に達成できないまま、少子高齢化の進展や欧米による経済制裁といった新たな課題が生じたことで、潜在成長率が低下し、実質GDP成長率が低迷している。

欧米による経済制裁、特に米国による制裁は米国内外の個人や企業に対して、制裁対象との金融取引や貿易取引のほか、エネルギー開発関連の物資や技術の提供を禁止している。ロシアの対内直接投資（国際収支ベース、ネット、フロー）は、その市場規模と成長期待から2000年代半ば以降堅調に推移していたが、14年のクリミア併合を機に最初の制裁が発動されて以降、大きく落ち込んでいる（図表1）。当面の間、欧米諸国との関係改善による制裁解除は見込めず、海外資本流入の大幅な拡大が期待できない中で、プーチン大統領は国家事業によって、潜在成長率の底上げを目指している。18年5月の大統領就任式では、24年までの内政目標として9つの目標が掲げられ、その目標の実現に向けて、19年から24年にかけて13分野の国家事業が実施される（図表2）。これらの事業は、中期的には潜在成長率の底上げ、そして短期的には投資の拡大による景気の下支えとして期待される。

(図表1)



(図表2)

2024年までの9つの内政目標及び13分野の国家事業

9つの内政目標		13の国家事業	
①人口増加	人的資本	保健	科学
②平均寿命の伸長		教育	
③国民の実質所得の増加・年金保障額の引き上げ		人口動態	
④貧困率の半減	快速な生活環境	文化	環境保護
⑤住環境の改善		安全で高品質な自動車道路	
⑥技術革新の加速、技術革新を行う企業の拡大		住宅・都市環境	
⑦経済・社会部門へのデジタル技術導入の加速化	経済成長	環境保護	科学
⑧マクロ経済の安定と世界平均を上回る経済成長		中小企業支援	デジタル経済
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		労働生産性・雇用支援	国際協力・輸出
		基幹インフラの更新・拡大に向けた総合計画	

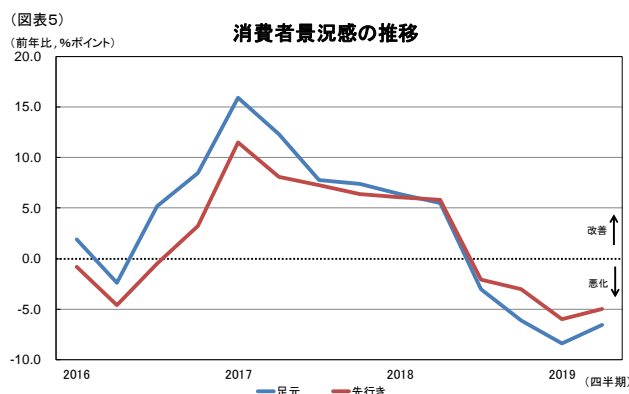
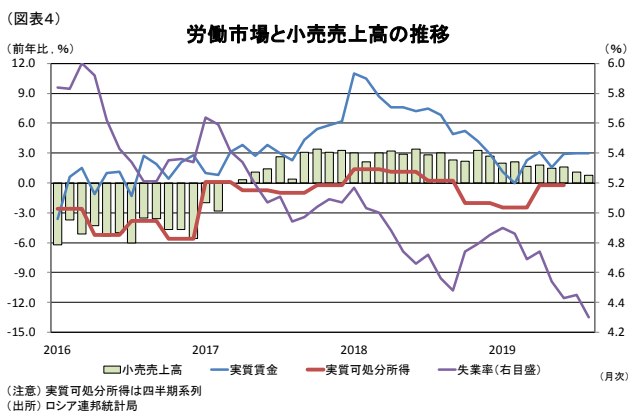
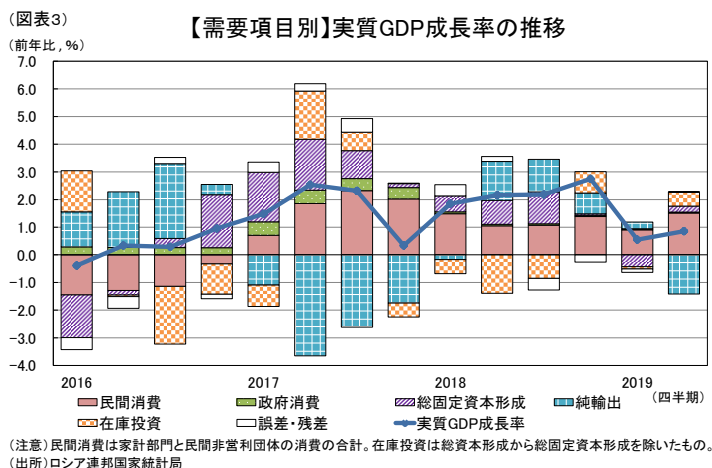
(出所) ロシア連邦政府

ロシア連邦統計局は、10月2日に19年4-6月期のGDP統計を公表した。4-6月期の実質GDP成長率は既に公表されていたが、今回需要項目別の内訳が明らかにされた。4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比0.9%増(原系列、以下同様)と13四半期連続のプラス成長となったが、19年に入って2四半期連続で1%を下回った。19年4-6月期の実質GDPを需要項目別に見ると、内需は堅調であったが、外需が大きく成長率を押し下げた。(図表3)。

GDPの5割強を占める民間消費は前年同期比2.8%増と市場予想(同1.0%)を大きく上回り、10四半期連続のプラス成長となった。しかし、同期間の小売売上高が名目ベースで同1%台半ば増に留まったことや、新車販売台数が前年割れとなったことから、民間消費は実態よりも強めに出ている可能性が高い。民間消費は、19年初の付加価値税率及び年金支給開始年齢の引上げに伴う実質可処分所得の減少、景況感の悪化が重石になっていると推測される。

労働市場について、失業率は19年8月に史上最低水準の4.3%を記録するなど、趨勢的に低下傾向が続いている(図表4)。ただし、失業率の低下は高齢化に伴う労働力人口の減少によって労働需給が引き締まったことによるものであり、就業者数は前年から減少している。実質賃金は依然として前年比プラスで推移しているものの、伸びが大きく鈍化しており、実質可処分所得に至っては14年から18年まで5年連続で減少し、19年に入っても前年比マイナスが続いている。

消費者景況感は、18年6月に付加価値税率及び年金支給開始年齢の引上げ¹の方針が発表されて以降、7-9月期から4四半期連続で足元、先行きともに前年同期比で悪化している(図表5)。小売売上高は実質可処分所得が持ち直した17年半ばから前年比プラスが続いているが、足元にかけて伸びが鈍化しており、実質ベースではマイナスとなっている。



¹ 付加価値税率は18%から20%に上げられた。年金支給開始年齢は現行の男性60歳、女性の55歳から、それぞれ65歳、63歳へと上げる方針が示されたが、国民の強い反対を受けて女性は60歳に緩和された。

政府消費は同 0.2%増と 14 四半期連続のプラスとなった。4-6 月期の一般政府の歳出は、社会保障費の歳出拡大を中心に名目ベースで同 5.2%増となった。連邦政府予算は 18 年度(18 年 1 月~12 月)に社会保障費の歳出が前年度から大幅に削減されたが、19 年度には増額された。ただし、連邦政府の財政収支は 18 年度に 7 年ぶりの黒字に転じ、19 年度は付加価値税率の引上げ等によって歳入が増加しているにもかかわらず、17 年度からの緊縮財政を維持しており、大幅な歳出拡大には至っていない。

総固定資本形成²は同 1.0%増と前期のマイナスからプラスに転じたが、消費と同様に 17 年から伸びが鈍化している。18 年にはヤマル LNG プロジェクト関連の建設工事が一時的に投資を上げたが、その効果は既に剥落している。

19 年から 24 年にかけて計画されている 13 分野における国家事業には、基幹インフラの更新・拡大、安全で高品質な自動車道路などが盛り込まれているため(図表 6)、公的部門を中心に投資が拡大すると見られたが、目立った動きは見られなかった。会計監査院によると、19 年上半期時点で事業の進捗が全体的に遅れており、とりわけ連邦予算の歳出規模が大きい上記 2 分野の進捗が遅れていることが影響していると思われる。

民間部門においては、企業の設備投資を表す固定資本投資が 18 年後半から大きく鈍化し、4-6 月期は前年同期比 0.6%増まで落ち込んでいる(図表 7)。鉱工業生産は前年比プラスを継続するなど底堅いが、世界経済の不透明感の高まりから製造業 PMI が悪化し、19 年 5 月以降判断の目安である 50 を下回っているため、企業は設備投資に慎重になっていると思われる。

純輸出は輸出が同 4.9%減、輸入が同 0.1%増となった結果、成長率寄与度がマイナス 1.4%ポイントと大幅に成長率を押し下げた。世界経済の減速が輸出に水を差した。

貿易動向を通関ベースで見ると、4-6 月の貿易収支は輸出が前年同期比 7.8%減、輸入が同 2.5%減となった結果、貿易黒字は同 14.4%減となった(図表 8)。輸出総額を財グループ別に見ると、燃料・エネルギー等の鉱物製品の輸出減が大きく影響している。特に、輸出総額の 4 割超を占める原油及び石油製品の同期間の輸出額は、原油価格(ブレント原油先物、以下同様)が高水準であった前年から

(図表 6)

13 分野における国家事業の予算の内訳

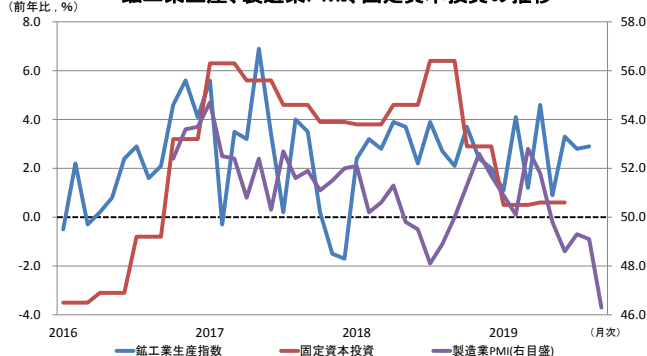
分野	予算(10億ルーブル)					
	合計	連邦予算	地方予算	政府基金	外部資金	
人的資本	保健	1,725.8	1,366.7	265.0	94.0	0.1
	教育	784.5	723.3	45.7	0.0	15.4
	人口動態	3,105.2	2,937.4	78.1	0.0	53.7
	文化	113.5	109.7	3.8	0.0	0.0
快適な生活環境	安全で高品質な自動車道路	4,779.7	440.9	4,139.1	0.0	199.7
	住宅・都市環境	1,066.2	891.0	167.8	0.0	7.4
	環境保護	4,041.0	701.2	133.8	0.0	3,206.1
経済成長	科学	636.0	404.8	0.0	0.0	231.2
	中小企業支援	481.5	416.2	11.4	0.0	53.9
	デジタル経済	1,634.9	1,099.6	0.0	0.0	535.3
	労働生産性・雇用支援	52.1	45.7	0.8	0.0	5.6
	国際協力・輸出	956.8	956.8	0.0	0.0	0.0
	基幹インフラの更新・拡大に向けた総合計画	6,348.1	3,028.8	58.7	0.0	3,260.6
合計	25,725.3	13,122.1	4,904.2	94.0	7,569.0	

(出所)ロシア連邦政府

(図表 7)

(前年比, %)

鉱工業生産、製造業 PMI、固定資本投資の推移

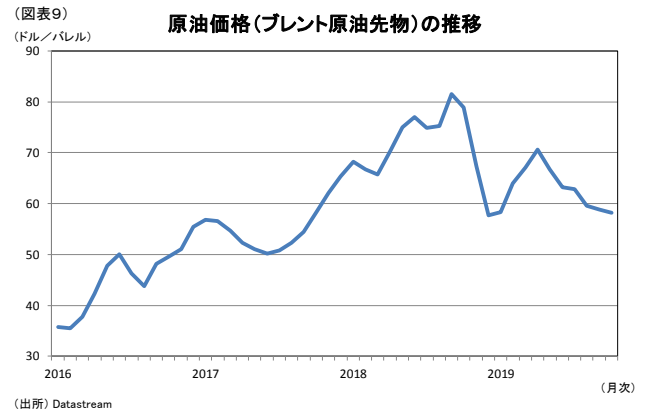
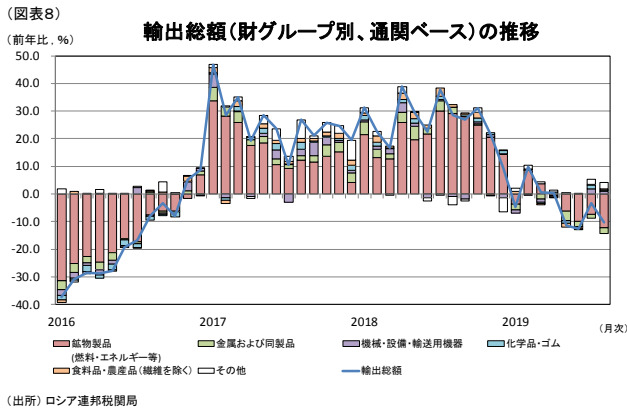


(注意) 鉱工業生産は原系列、製造業 PMI は季節調整系列

(出所) ロシア連邦統計局・Markit Economics

² 総固定資本形成の内訳は明らかになっていない。

下落したことで（図表9）、1割以上も減少した。

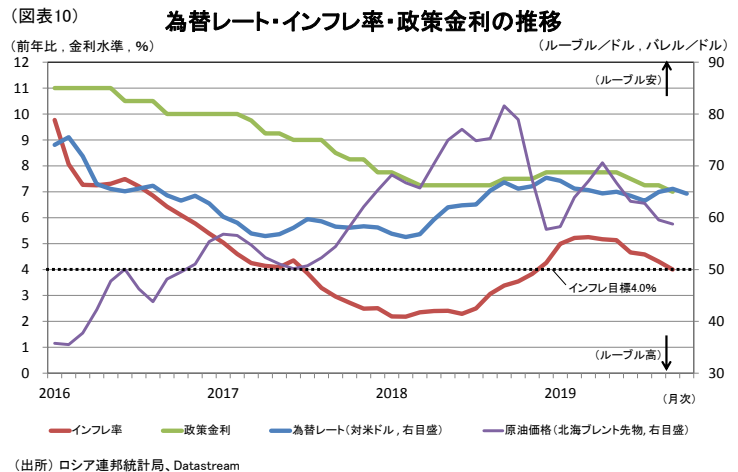


供給項目別に見ると、第一次産業、第二次産業、第三次産業すべてで前年同期比プラスとなった。第一次産業は前年同期比0.1%増と2四半期ぶりのプラス成長となった。第二次産業は、鉱工業が堅調に推移し、同1.4%増と6四半期連続のプラス成長となった。GDPの約6割を占める第三次産業は、金融・保険業が好調を維持しており、同0.9%増と2四半期ぶりのプラス成長となった。

2—為替・物価・金融政策の動向

(為替)

18年のルーブルの為替レートは、原油価格が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（図表10）。その後は、12月に米国による制裁の一部が解除されたほか、米FRBが緩和姿勢に、原油価格も上昇に転じたことで、19年に入ってルーブルは持ち直した。足元にかけては、米FRBが利下げを進める一方で、米中貿易摩擦の激化に伴うリスク回避姿勢の高まり



によって、主要新興国通貨が総じて軟調である中、ルーブルは底堅く推移している³。なお、従来ルーブルは原油価格の変動に大きく影響されていたが、17年2月に経済の安定化を目的として導入された外貨買入・売却オペレーションによって影響度合いが縮小している⁴。

³ 19年8月、9月に米国による追加制裁が発動されたが、為替への影響は限定的である。

ルーブルの先行きは、原油価格の振れ幅が大きくないと予想されることから、原油価格変動による影響は限定的であろう。当研究所では20年にかけて、米国よりロシアの利下げ幅が大きいと見込んでおり、露米金利差の縮小及びロシアの貿易収支悪化によって小幅にルーブル安が進行すると予想する。

(物価・金融政策)

インフレ率は、18年半ばに史上最低水準まで低下したが、ルーブル安に伴う輸入物価の上昇によって、緩やかに上昇し、12月には再びインフレ目標の4%を上回った。19年に入ると、年初の付加価値税率の引上げによって一時的に5%台に達したが、ルーブルの持ち直しと内需の停滞によってインフレ圧力が後退し、9月には4%まで低下した。先行きは、内需が回復するも、緩やかなものに留まると予想されることから、目標水準の4%前後の穏やかなインフレが継続すると考える。

ロシア中央銀行は、米FRBの利下げ観測の高まり、インフレ圧力の後退、景気の停滞などを踏まえ、19年6月の金融政策決定会合で約1年ぶりに利下げを決定すると、その後2度の追加利下げを実施し、足元の政策金利は中立的金利水準(6%-7%)の上限である7%まで低下している。先行きは、9月の会合で追加の利下げが示唆されたことから、年内に1回利下げが実施され、19年末の金利水準は6.75%と予想する。また20年においても、インフレの高騰懸念が小さいことや、経済成長が緩やかなものに留まると見込まれることから、追加の利下げが実施され、年末の金利水準は6.5%と予想する。

3—経済の見通し

先行きのロシア経済は、緩慢な成長が続くだろう。まず、ロシア経済への影響が大きい原油価格の先行きについては、地政学リスク等によって一時的に大きく振れることはあっても、概ね1バレル60ドル前後をレンジとするボックス圏内で推移すると予想される⁵。20年の原油価格は、前年比で19年ほど振れ幅が大きくないと予想されることから、経済への影響は相対的に小さくなるだろう。

内需は、付加価値税率引上げの影響が一巡するほか、国家事業に関する公的部門の消費や投資の効果が顕在化していくと予想されるため、緩やかに拡大していくだろう。一方で外需は、世界経済の持ち直しによって輸出の減少が底打

(図表11)

ロシア経済の見通し

		2017年 (実績)	2018年 (実績)	2019年 (予測)	2020年 (予測)
実質GDP成長率	前年比、%	1.6	2.3	1.0	1.6
民間消費	前年比、%	3.3	2.3	2.2	2.5
政府消費	前年比、%	2.5	0.3	0.4	0.3
総固定資本形成	前年比、%	5.2	2.9	0.5	2.5
純輸出	前年比寄与度	▲ 2.3	0.8	▲ 0.6	▲ 0.3
失業率	平均、%	5.2	4.8	4.5	4.4
消費者物価(CPI)	前年比、%	3.7	2.9	4.7	4.3
政策金利	期末、%	7.75	7.75	6.75	6.50
対米ドル為替相場	平均、ルーブル	58.7	62.8	65.0	66.0

(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

⁴ 外貨買入・売却オペレーションとは、原油価格が政府の想定価格を上回った場合は外貨を買い入れ、下回った場合は外貨を売却するというもので、オペレーションの実施は中央銀行の判断に拠る。急激なルーブル高は輸出に悪影響を与える一方で、急激なルーブル安はインフレ率の高騰、さらには利上げによる経済の停滞を招くため、為替の安定を通じて経済の安定化を目指す。

⁵ 原油価格が上昇した場合は米シェールオイルの増産による供給の増加、下落した場合はOPEC プラスの強調減産の拡大や需要の増加など、原油価格の変動に対して需給が調整され、一定レンジに収束すると考えられる。

ちするものの、内需の拡大によって輸入が増加し、寄与度は引き続きマイナスとなるだろう。20年の実質GDP成長率は19年から加速するものの、緩慢な成長となるだろう。19年の成長率は1.0%、20年は1.6%と予想する（図表11）。

民間消費は、付加価値税率引上げの影響が剥落するほか、インフレ圧力の弱さがプラスに働くものの、実質可処分所得の底打ちの見通しが立っておらず、引き続き力強さを欠くだろう。

足元の実質可処分所得は下げ止まっておらず、小売売上高は実質ベースで前年比マイナスとなっている。労働市場はほぼ完全雇用状態であるが、賃金上昇圧力が依然として弱いため、当面は実質可処分所得の上昇は期待できないだろう。20年1月に、最低賃金が現行の月額11280ルーブル（2万円弱）から12130ルーブル（2万円強）へと7.5%上げられるが、引上げの対象となる労働者は全体の4%程度に留まると見込まれる。2回の引上げによって最低賃金が40%以上も上げられた18年と比べて、引上げ幅が小さいため、その効果は限定的となるだろう。

政府消費は、名目ベースでは増加するものの、実質ベースでの伸びは限定的となるだろう。

19年10月から公務員の月額給与が4.3%上げられたことに加えて、先述の最低賃金の引上げ対象の半数が公的機関の職員であるため、給与総額の増加を通じて、政府消費を押し上げるだろう。連邦政府の2020-2022年度予算案によると、国家事業関連歳出の拡大を背景に歳出は増加していくが、20年度の歳出は前年度比1.0%増に留まり、実質ベースでは、政府消費の押し上げ効果は限定的となるだろう（図表12）。

（図表12）

ロシア連邦政府の予算

	2019年度 (修正案)	2020年度 (予算案)	2021年度 (予算案)	2022年度 (予算案)
歳入(10億ルーブル)	19,952	20,379	21,247	22,058
歳出(10億ルーブル)	19,310	19,503	20,634	21,763
国家事業関連	1,715	2,000	2,300	2,700
財政収支(10億ルーブル)	642	876	613	295
名目GDP比(%)	0.6	0.8	0.5	0.2

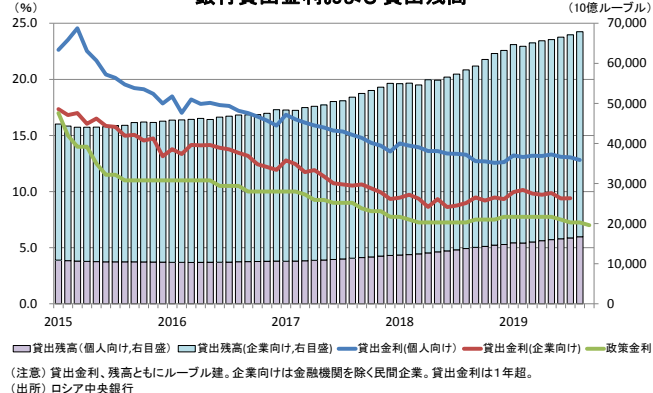
（出所）2019年度予算案・2020年度予算案

総固定資本形成について、公的部門では進捗が遅れている国家事業の効果が徐々に顕在化していくと予想される。ただし、進捗が遅れているのは、予算全体の約30%、事業別予算で最大規模の基幹インフラ投資の更新・拡大に至っては約50%を民間資金に依存していることが一因とも考えられ、先行きの実現性は不透明である。

民間部門では、銀行の長期貸出金利は19年に入って個人向け・企業向けともに横ばいで推移しているが、18年以前は貸出金利の低下によって、貸出残高が堅調に推移してきた（図表13）。先行きは利下げの効果で貸出金利が低下していくと見込まれるため、企業の設備投資や家計の住宅投資は堅調に推移するだろう。

（図表13）

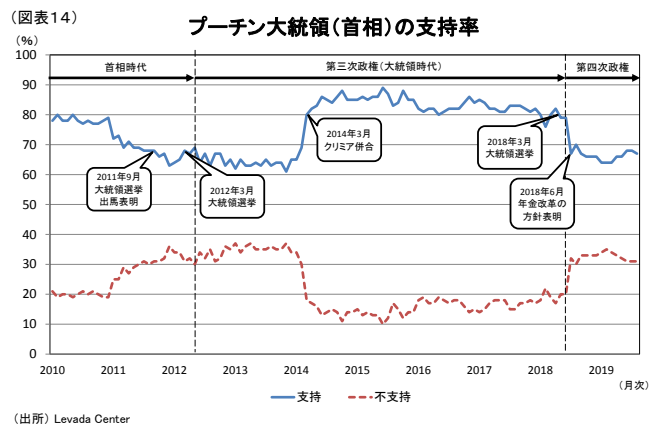
銀行貸出金利および貸出残高



純輸出について、足元の貿易動向を通関ベースで見ると、7月及び8月は、輸出が前年比マイナスで底打ちしていない一方、輸入がプラスに転じた結果、貿易黒字の減少幅が拡大している。先行きは、当研究所では米中貿易摩擦が徐々に沈静化していくと見込んでおり、緩やかに輸出が持ち直していくと予想する。ただし、内需の拡大によって輸入が増加するため、外需の寄与度は引き続きマイナスとなるだろう。

先行きの懸念材料として、プーチン政権に対する国民感情の悪化による経済への影響が挙げられる。プーチン大統領の支持率は足元で70%弱と水準自体は高いものの、ピーク時の90%弱と比べると大きく低下している（図表14）。首相時代の11年9月に大統領選挙（12年3月）への出馬を表明すると、長期化するプーチン・メドベージェフ双頭体制への不満から⁶支持率は70%弱まで低下したが、14年3月のクリミア併合による愛国意識の高揚によって80%超まで回復した。しかし、14年から5年連続で実質可処分所得が減少し、クリミア併合の効果も徐々に剥落する中で、18年6月に年金改革の方針を表明したことが決定打となり、再び支持率は低下した。

19年に入ってプーチン政権に対する抗議デモが続いており、9月の統一地方選において反体制派候補者の立候補が認められなかったことに対して、8月に実施されたデモは12年以降最大規模となった。プーチン政権が交代に追い込まれる可能性は低いものの、国内に漂う閉塞感が景気に水を差すことは十分に考え得るだろう⁷。



以上

⁶ プーチン氏は2000年から2008年にかけて2期(当時の任期は4年であったが、後に6年に変更された)連続で大統領を務めたが、憲法で連続3選が禁止されていることから、後任としてメドベージェフ氏を支持し、引き続き影響力を発揮した。2012年の第三次政権ではメドベージェフ氏との間で大統領と首相を交代し、双頭体制を維持した。また現在も2期連続で大統領を務めており、任期を迎える2024年以降の動向が注目される。

⁷ 米調査会社ギャラップの世論調査によると、15歳～29歳の若者の半数近く(44%)が海外に移住したいと考えている。