

急回復は望めないロシア経済

欧米諸国による制裁の長期化が重石に

欧米調査部上席主任エコノミスト

金野雄五

03-3591-1317

yugo.konno@mizuho-ri.co.jp

- ロシア経済は、個人消費を中心に景気が底打ちする兆候が強まっている。この要因としては、原油価格が下げ止まったことで為替レートが安定し、インフレ率が低下したことが大きい
- 金融・財政政策は、ともに引締め気味で推移している。金融政策においてはロシア中央銀行が掲げるインフレ目標の未達が、財政政策においては原油価格の低迷による歳入の不足が背景にある
- 2017年は、原油価格の緩やかな持ち直しを背景に、経済成長率はプラスに転じると見込まれるものの、欧米諸国による制裁の長期化により、景気回復のペースはきわめて緩慢と予想される

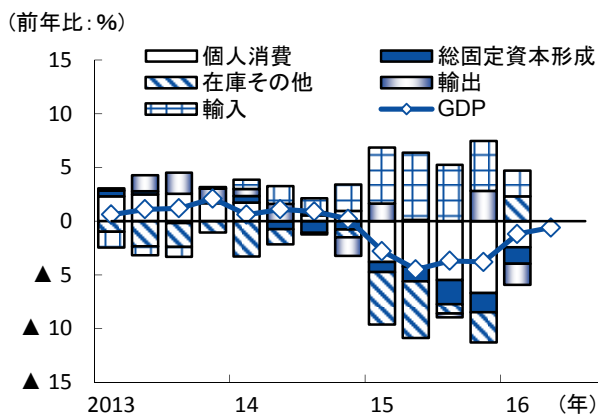
1. 景気の現状：個人消費を中心に底打ちの兆候が強まる

ロシア経済は2015年に急激な景気悪化に見舞われたが、16年に入ってから景気が底打ちする兆候が強まっている。16年4-6月期の成長率（実質GDP成長率：前年比）は▲0.6%と、6期連続でマイナス成長となったものの、マイナス幅は16年1-3月期から2期連続で縮小している（図表1）。

（1）インフレ率の低下を背景に個人消費が底打ちへ

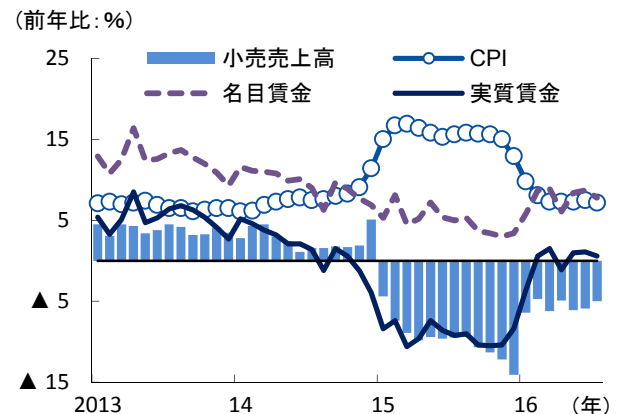
16年1-3月期の成長率の需要項目別内訳をみると、成長率のマイナス幅の縮小は、個人消費のマイナス寄与度の縮小によるところが大きい。この要因としては、16年に入ってから消費者物価指数（CPI）上昇率が急速に低下したことが挙げられる。CPIと賃金、小売売上高の月次の推移をみると、まずCPIが15年初に急上昇し、同年をほぼ通じて前年比+15%を上回る水準で推移したのに伴い、実質賃金は

図表1 ロシアの実質GDP成長率



(出所) Rosstatより、みずほ総合研究所作成

図表2 CPI、賃金、小売売上高の推移



(出所) Rosstatより、みずほ総合研究所作成

前年比約▲10%と低迷を続け、小売売上高も実質賃金と同程度の落ち込み幅で推移した（図表2）。しかし16年に入ると、CPI上昇率が急速に低下し、名目賃金の上昇率を下回ったことで、実質賃金が前年比プラスで推移するようになり、これに伴い小売売上高の前年比マイナス幅が大きく縮小している。

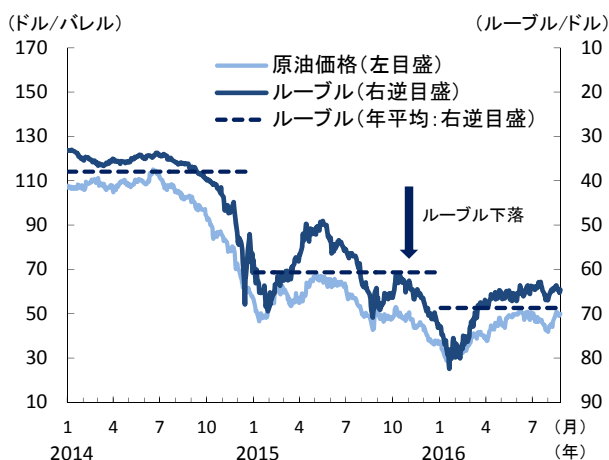
なお、16年に入ってからCPI上昇率が急速に低下した要因としては、同年1月に原油価格が下げ止まり、緩やかな持ち直しに転じたことを背景に、ルーブル・レートの下落幅（前年比）が縮小し、それに伴い輸入物価の上昇が抑制されたことが大きいとみられる。

投資（総固定資本形成）については、16年1-3月期においても前年比10%近い減少が続いている（図表4）。この要因としては、欧米諸国による制裁が長期化の様相を呈する等、先行き不透明感が依然として強いことに加えて、ロシア中央銀行が高金利政策を続ける中、企業の資金調達環境が厳しい状態が続いていることがある。民間銀行の企業向け貸出金利は、14年12月のロシア中央銀行による緊急利上げ（1週間物レポレート最低金利：10.5%→17.0%）を受けて、14年11月の12.6%から、15年2月の16.4%にまで上昇し、その後も13.0%を上回る水準で推移している。こうした貸出金利の高止まりを背景に、民間銀行による企業向け新規貸出額は15年を通じて前年比マイナスで推移し、16年に入ってから低調な推移が続いている。

（2）輸入の下げ止まりにより、純輸出のプラス寄与度が縮小

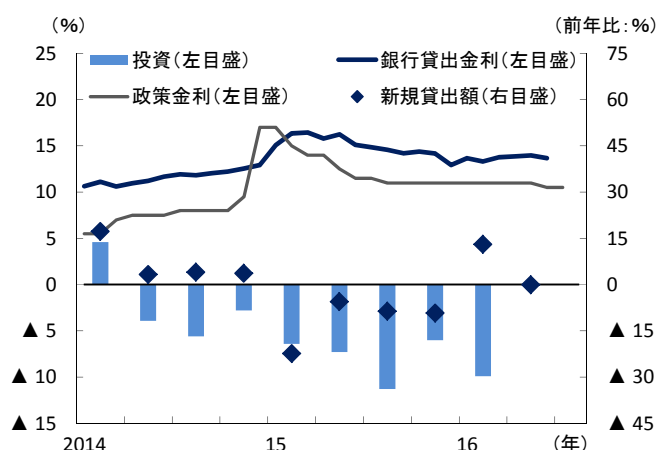
外需面をみると、ルーブルの安定と個人消費の落ち込み幅の縮小を背景として、16年に入ってから輸入が下げ止まる傾向が顕著になっている。15年の輸入は、数量ベースで大幅な減少（前年比▲25.7%）となったが、16年1-3月期には同▲10.9%と、減少幅が大きく縮小した。こうした輸入の減少幅の縮小を背景に、15年に大幅なプラスであった純輸出の成長寄与度（+6.4%Pt）も、16年1-3月期には+0.5%Ptと大きく縮小した。16年4-6月期については、数量ベースの増減率は未公表だが、財貨の輸入額（米ドル建て、国際収支ベース）が前年比▲4.5%と、1-3月期（同▲14.8%）から減少幅を縮小させていることから、数量ベースでも輸入の下げ止まり傾向は続いたと推察される。

図表3 原油価格とルーブル相場



（注）2016年のルーブル（年平均）は、1-8月期の平均。
（出所）CBR、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表4 投資と銀行新規貸出額



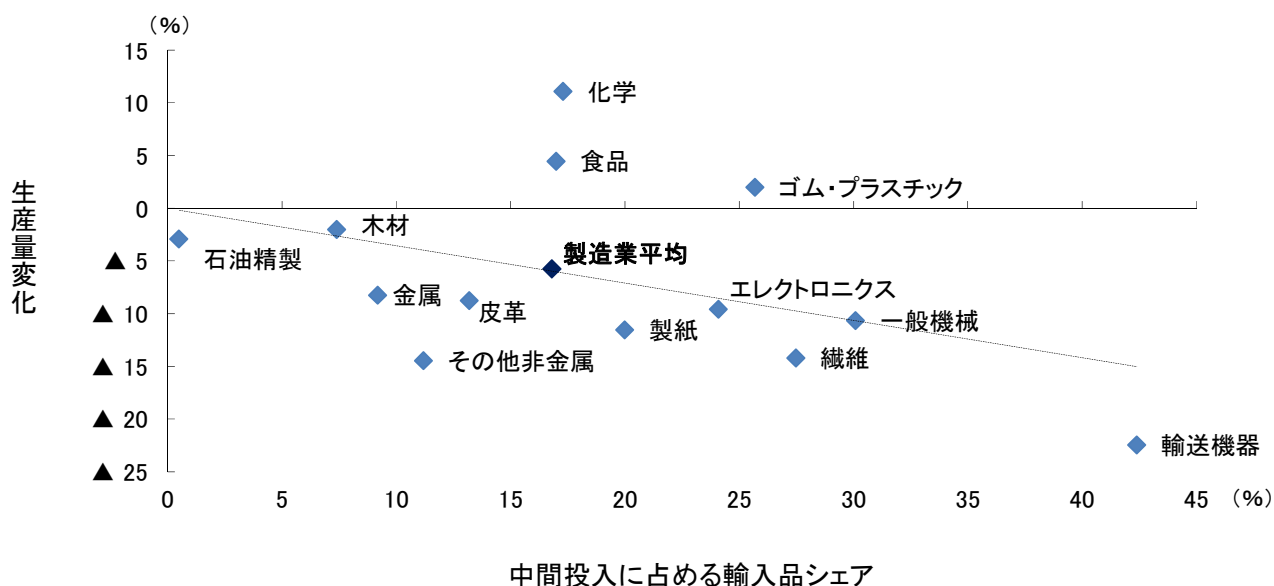
（注）投資は総固定資本形成の前年比。銀行貸出金利は期間1年超のルーブル建て貸出金利。新規貸出額はルーブル建て貸出のみ。
（出所）CBR、Rosstatより、みずほ総合研究所作成

(3) 輸入代替効果は引き続き限定的

一方、15年のルーブルの大幅下落によって期待された輸入代替効果は、引き続き限定的なものに留まっている。輸入代替効果とは、自国通貨の為替レート下落によって輸入が減少する一方で、国内市場において国産品が輸入品に対する価格競争力を取り戻し、国内生産が活発化する効果である。ロシアでは過去、ルーブルの対ドル相場（年平均）が前年比約60%の下落となった1999年に、輸入代替効果が製造業の幅広い業種で現われ、製造業生産が前年比+13%近く増加した経緯がある。しかし今回のルーブル下落局面では、2015年の生産量が前年比で増加した製造業業種は、全13業種中で3業種（食品加工、化学、石油精製）に留まり、製造業全体の生産量も前年比▲5.4%と減少した。16年1-7月期には、これら3業種に加えて6業種（繊維・縫製、皮革製品、木材加工、製紙・パルプ、ゴム・プラスチック、一般機械・設備）で生産量が前年比増加を記録したものの、その多くは14年の生産量の水準を回復するには至っていない（図表5）。

このように1999年と2015年以降とで輸入代替効果の現われ方が大きく異なっている要因としては、設備稼働率の違いに加えて¹、2000年代に製造業の中間投入（部品・加工品および原材料）に占める輸入品のシェアが急増したことも影響しているとみられる。製造業全体の中間投入に占める輸入品のシェアは、06年の9.6%から、13年には16.8%にまで増加しており、特に輸送機器（06年：11.9%→13年：42.4%）と一般機械（06年：14.9%→13年：30.1%）における増加が著しい。こうして生産活動の輸入品への依存度が上昇した結果、1999年とは異なり、ルーブルの下落によって生産コストが大きく押し上げられることになり、それが国産品の販売価格の上昇を通じて輸入代替効果の発現を抑制した可能性がある。実際、業種別に中間投入に占める輸入品シェア（13年時点）と、15年以降の生産量の変化をプロットすると、輸送機器や一般機械など、中間投入に占める輸入品シェアが大きい業種ほど、生産量の減少が深刻である様子が見て取れる（図表5）。

図表5 製造業の中間投入に占める輸入品シェアと生産量変化



(注) 生産量変化は、2016年1-7月期の対2014年1-7月期比の変化率。中間投入に占める輸入品シェアは2013年の数値。
 (出所) Berezinskaya and Vedev (2015)、Rosstatより、みずほ総合研究所作成

2. 金融・財政政策の動向

(1) 金融政策：利下げに対して慎重姿勢を維持するロシア中央銀行

ロシア中央銀行は、利下げに対して慎重な姿勢を維持している。16年9月16日の金融政策決定会合では、同年2度目の利下げ（10.5%→10.0%）が決定されたものの²、その声明文においては、①インフレ目標の実現に向けて、16年内は政策金利を10.0%に維持する必要があること、②次回の利下げは、17年第1-2四半期となる可能性があること、の2点が言明されている。

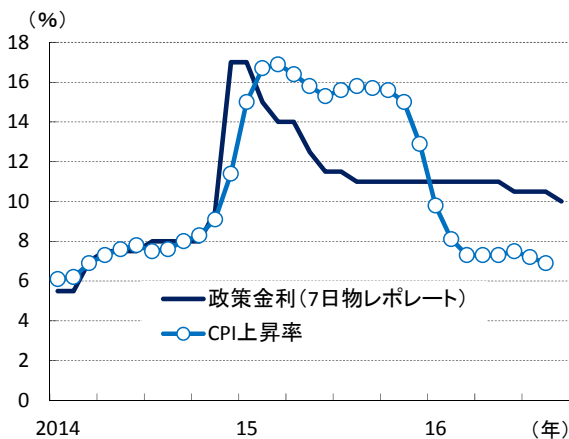
ロシア中央銀行が掲げるインフレ目標とは、17年末時点の消費者物価（CPI）上昇率を前年比+4.0%以下にするというものである。他方、実際のCPI上昇率は、ルーブルの安定と内需の低迷を背景に、16年に入ってから大きく低下したとはいえ、同年8月末時点で前年比+6.9%と、依然としてインフレ目標を上回っている（図表6）。さらに、16年8月にはロシア政府が、年金の一時的な追加給付を17年1月に実施することを決定しており（詳細は後述）、この措置の実施によってインフレ率が再び加速する可能性がある。ロシア中央銀行としては、年金の追加給付によるインフレへの影響を見極めるまでの間、利下げが難しい状況が続くと考えられる。

(2) 財政政策：歳出総額の3年間固定により、財政赤字を削減へ

ロシア政府は16年8月、公的高齢年金の受給者1人につき5,000ルーブルを、17年1月に一時的に追加給付することを決定した。この措置は、16年における年金受給額の実質的な目減り分の一部を埋め合わせつつ、国家財政が一段と悪化するのを防ぐための、一種の妥協策であると考えられる。この決定に至るまでの経緯は、以下の通りである。

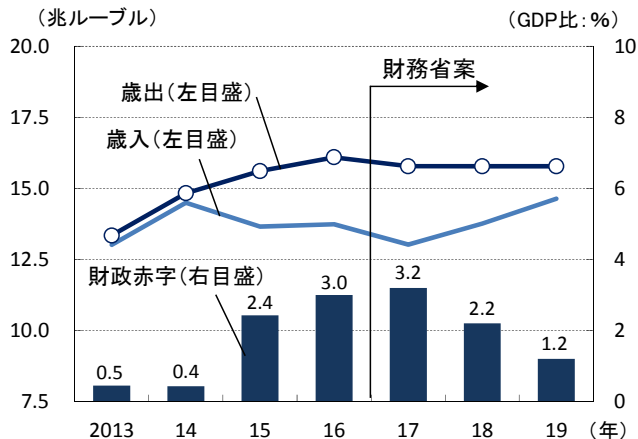
ロシアでは、公的年金の給付額に関して物価スライド制が採用されており、例年2月に前年末時点のCPI上昇率に応じた給付額の改定（スライド）が行われる。16年については、本来であれば15年のCPI上昇率である+12.9%のスライドが2月に行われる筈であったが、折からの財政難を受けて、ロシア政府は2月のスライド率を+4.0%に留め、財政事情が予算対比で好転した場合に限り、同年後半に2度目のスライドを行うとしていた。ところが、16年1-7月期の連邦財政実績は、歳入が7.0兆ルーブル

図表6 政策金利とCPI上昇率



(出所) CBRより、みずほ総合研究所作成

図表7 連邦財政の推移



(注) 2013-15年は実績、16年は予算、17-19年は財務省案。

(出所) Minfin、各種報道より、みずほ総合研究所作成

(年間予算比50.7%)、歳出が8.5兆ルーブル(同52.7%)、収支は1.5兆ルーブル(同64.5%)の赤字となり、予算対比で歳入の不足と財政赤字の増加が目立つ結果となった。このため、ロシア政府は年金給付額の2度目のスライドを断念し、その代替策として、5,000ルーブルの一時追加給付を決定したものとみられる³。この措置の実施のために、17年連邦予算から約2,000億ルーブルが支出予定であるとされる。

報道によると、ロシア財務省は16年6月末、17-19年の連邦予算に関し、歳出額を3年間、一定額(15.78兆ルーブル)に固定することを提案している。歳出額の固定によって、財政赤字は16年のGDP比3.0%(予算ベース)から、19年には同1.2%にまで縮小する見通しであるとされる(図表7)。歳出額の固定は、インフレ率を考慮すると、実質的には年間5%程度の歳出削減を意味している。こうした緊縮予算が提案された背景には、15年以降、原油価格の低迷に伴う歳入の不足から財政赤字が拡大し、そのファイナンスのために財政バッファ(過去の財政余剰を蓄えた予備基金と国民福祉基金という2つの基金)が急速に取り崩されているという事情がある(図表8)⁴。財務省の提案通りの緊縮予算が成立した場合、財政バッファが枯渇する時期は先送りされることになるが、その一方で、景気に対しては緊縮財政が下押し圧力となると予想される。

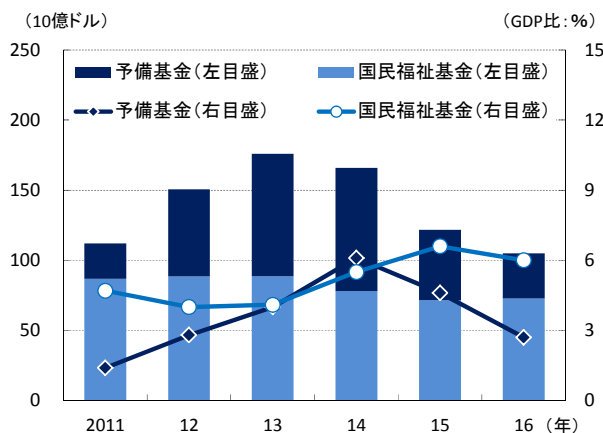
3. 今後の展望：景気底打ち後も、本格回復は望めず

17年のロシア経済を展望する上では、原油価格と欧米諸国による経済制裁の行方が重要となる。

原油価格については、世界的な供給過剰状態が徐々に解消に向かうことで、基本的には緩やかな持ち直しが続くと思込まれており、17年の原油価格(年平均)は16年を上回ると予測される。この見通しの通りに原油価格が推移していくとすれば、17年のロシア経済は、個人消費、投資ともに底打ちし、緩やかな景気回復に復していくと思込まれる(図表9)。

一方、欧米諸国による経済制裁については、2015年2月にロシア、ウクライナ、ドイツ、フランスの4カ国首脳によって調印されたウクライナ東部をめぐる和平合意、いわゆる「ミンスク2」が実現されるかどうかを鍵を握る。EU(欧州連合)、米国ともに、ミンスク2の完全履行を制裁解除の条件

図表8 財政バッファの残高推移



(注) 16年は8月末時点の数値。

(出所) Minfinより、みずほ総合研究所作成

図表9 主要機関によるロシア成長率等の見通し

		2015 実績	2016 予測	2017 予測
実質 GDP 成長率 (%)	IMF		▲1.2	+1.0
	コンセンサス・ フォーキャスト	▲3.7	▲0.6	+1.2
	ロシア政府		▲0.6	+0.6
	ロシア中央銀行		▲0.7~▲0.3	+0.5~+1.0
CPI 上昇率 (%)	IMF		+7.9	+5.9
	コンセンサス・ フォーキャスト	+12.9	+6.3	+5.4
	ロシア政府		+5.8	+4.9
	ロシア中央銀行		+5.5~+6.0	+4.0

(注) IMFは16年7月(CPI上昇率は同年4月)、コンセンサス・フォーキャストは16年9月、ロシア政府は16年8月、ロシア中銀は16年9月時点の見通し。

(出所) IMF、コンセンサス・エコノミクス、Minecon、CBRより、みずほ総合研究所作成

としているためである。ミンスク2の内容は、大きく分けて2つある。1つは、戦闘の停止や緩衝地帯からの重火器の撤収など、軍事面に関するものである。もう1つは、地方分権化を骨子とするウクライナ憲法の改正や、ウクライナ東部における地方選挙の実施など、政治プロセスに関するものである。このうち、軍事面の合意については、東部親露派とウクライナ政府軍の間で、小規模な衝突は断続的に生じているものの、双方とも概ね合意を履行しているとみなされる状況だ。しかし、政治プロセスに関する合意については、ほとんど実現されていない。ミンスク2の完全履行が制裁解除の条件とされる限り、近い将来に制裁が解除される可能性は、限りなくゼロに近いと言えるだろう。

欧米諸国による制裁の長期化によって、引き続き先行き不透明感が強い状態が続くと見込まれ、さらに、原油価格の急騰も期待できない中、17年のロシア経済の回復ペースは、きわめて緩慢なものに留まると予想される。

【参考文献】

<ウェブサイト情報>

CBR (ロシア中央銀行) [<http://www.cbr.ru>].

Minecon (ロシア経済発展省) [<http://economy.gov.ru/minec/main>].

Minfin (ロシア財務省) [<http://www.minfin.ru/ru/>].

Rosstat (ロシア国家統計局) [<http://www.gks.ru>].

<レポート類>

金野雄五 (2015) 「欧米制裁から1年経ったロシア：景気底打ちの兆候も、年内回復は期待薄」『みずほインサイト』9月14日 [<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/eu150914.pdf>].

金野雄五 (2016) 「財政悪化に直面するロシア：政治リスクへの波及可能性に要注意」『みずほインサイト』5月26日 [<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/eu160526.pdf>].

Berezinskaya, Olga and Alexey Vedev (2015) “Proizvodstvennaia zavisimost’ rossiiskoi promyshlennosti ot importa i mekhanizm strategicheskogo importozameshcheniia,” *Voprosy Ekonomiki*, No. 1, pp. 103-115.

PFR (Pensionnyi fond Rossiiskoi Federatsii : ロシア年金基金) (2016) *2015 Godovoi otchet* [http://www.pfrf.ru/files/id/press_center/godovoi_otchet/Pension_fund_Annual_report_2015.pdf].

¹ 1999年と2015年以降の設備稼働率の違いについては、金野(2015)参照。

² 16年の1回目の利下げは、6月10日の会合における0.5%ポイントの引下げ(11.0%→10.5%)である。

³ 一時追加給付額の5,000ルーブルは、15年の公的高齢年金の年間給付額(1人あたり約154,000ルーブル)の3.2%に相当する金額であり(PFR, 2016, p.6)、16年2月の年金スライド(+4.0%)と合わせた増額率は+7.2%となる。15年のCPI上昇率が+12.9%であったことを考慮すると、16年の年金給付額は、実質的には前年比で5%以上、減少したことになる。なお、17年2月には、再び例年通り、16年末時点のCPI上昇率と同じスライド率による年金給付額の増額が予定されているが、その算定ベースには一時追加給付額(5,000ルーブル)は含まれない。

⁴ 15年以降の財政事情、予備基金および国民福祉基金の概要については、金野(2016)参照。