

# 低迷するロシア経済

## 増税と国家プロジェクトの進捗の遅れが背景に

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、2019年に入ってから低成長が続いている。実質GDP成長率は、1-3月期に前年比+0.5%、4-6月期に同+0.9%と、2期連続で1%を下回った
- 低成長の背景には、年初に実施されたVAT増税の影響に加えて、19年から6年間の計画で開始された、インフラ整備等の国家プロジェクトの進捗の遅れがある
- 20年には、VAT増税の影響の一巡、国家プロジェクトの進捗の加速、ロシア中央銀行による19年後半の利下げによる効果を背景に、ロシア経済の成長率は小幅ながら上向くと予想される

### 1. 景気の現状

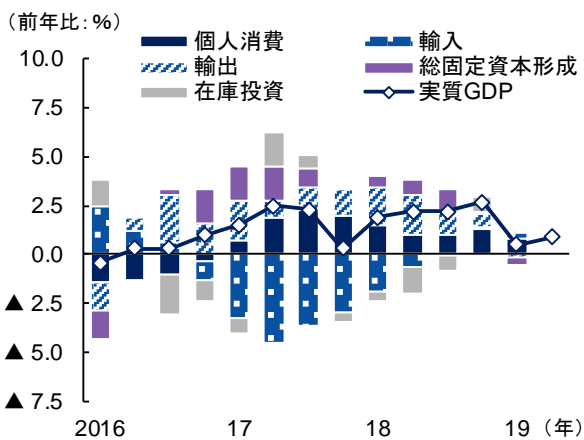
ロシアの実質GDP成長率は、2018年10-12月期の前年比+2.7%から、19年1-3月期には同+0.5%と鈍化し、4-6月期も同+0.9%と低成長が続いた（図表1）。

#### （1）内需は消費・投資ともに低迷

成長率の需要項目別内訳の推移をみると、19年に入ってからからの低成長は、内需、特に個人消費と投資（総固定資本形成）の低迷によるところが大きい（図表1）。

個人消費の低迷は、19年初に実施されたVAT増税（18→20%）の影響によるものとみられる。VAT増税による消費者物価指数（CPI）の上昇に加えて、名目賃金についても、18年1月の最低賃

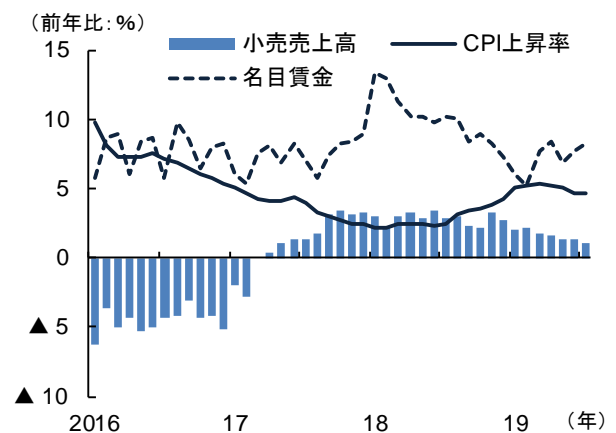
図表1 ロシアの実質GDP成長率



（注）各需要項目は寄与度。輸入のプラス寄与度は、輸入の減少を意味する。

（出所）Rosstatより、みずほ総合研究所作成

図表2 CPI・名目賃金・小売売上高の推移



（出所）Rosstat、CBRより、みずほ総合研究所作成

金の引き上げ後、増勢が弱まる傾向が続いていたことから、19年1-3月期の実質賃金は前年比+1.3%と、前期の同+4.1%から大幅に鈍化し、それが個人消費の減速をもたらしたと考えられる（図表2）。

投資の低迷については、19年から6年間の計画で開始された、インフラ整備等の国家プロジェクトの進捗の遅れが影響しているとみられる。ロシア政府は、18年3月の選挙で再選されたプーチン大統領の指示を受けて、インフラ整備や医療・教育分野等、13の国家プロジェクトを策定した（図表3）。プーチン大統領が掲げる「世界5位以内の経済大国化」等の目標の達成に向けて、19～24年の6年間で、総額26兆ルーブルの財政資金および財政外資金がこれらの国家プロジェクトに投入される計画だ<sup>1</sup>。国家プロジェクトの最大の資金源として想定されているのは連邦財政であり、プロジェクト総額26兆ルーブルうち、半分の13兆ルーブルが連邦財政から支出される予定となっている。しかし、その進捗は遅れており、19年連邦予算における国家プロジェクト関連支出（1.7兆ルーブル）の執行率は、1-6月期に32.6%という低い水準に留まった。連邦予算における国家プロジェクト関連支出の大半は、従来の公共事業費等の再編によるものであるため、予算執行の遅れにより、政府による投資の伸びが大幅に鈍化する事態が生じている。

## （2）外需の不振も鮮明に

外需についても、不振が鮮明となっている。GDP統計による輸出の伸び率（数量ベース）は、18年10-12月期の前年比+2.6%から、19年1-3月期には同▲0.4%と減少に転じた。また、19年1-6月期の通関統計（FTS）によれば、ロシア最大の輸出商品グループである燃料・エネルギーの輸出（数量ベース）が前年比+2.1%と小幅に増加した他は、金属・同製品：同▲9.8%、化学品：同▲6.2%、食品・同原料：▲29.9%、木材・紙・パルプ製品：▲0.3%と、ほとんど全ての商品グループで輸出の減少が確認された。これら5つの商品グループの19年1-6月期の輸出成長寄与度の合計は ▲1.7%Ptであり、これは19年1-3月期の輸出全体の伸び率（前年比▲0.4%）を下回ることから、19年4-6月期も輸出の前年比減少が続いたと推測される<sup>2</sup>。

図表3 国家プロジェクトの連邦予算執行状況（2019年1-6月期）

プロジェクト名	2019年連邦予算 (10億ルーブル)	1-6月期支出額 (10億ルーブル)	執行率 (%)
人口動態	517	216	41.8
基幹インフラ近代化・拡張総合計画	323	79	24.4
保健	160	87	54.5
安全かつ高品質な自動車道路	130	16	12.2
デジタル経済	108	9	8.3
教育	106	30	28.6
住宅・都市環境	105	41	38.5
国際協業・輸出	86	30	35.1
エコロジー	61	7	10.9
中小企業活動・個人企業イニシアチブ支援	61	22	36.6
科学	37	16	44.3
文化	13	4	30.5
労働生産性・雇用支援	7	1	17.7
合計	1,715	559	32.6

（出所）SPRF（2019）より、みずほ総合研究所作成

## 2. 金融・財政政策の動向

金融政策については、19年6月の金融政策決定会合以降、3会合連続で利下げが決定され、ロシア中央銀行が「中立的金利水準の上限」とする7.0%にまで政策金利が引き下げられた。一方、財政政策については、引き続き緊縮的な路線が維持されている。

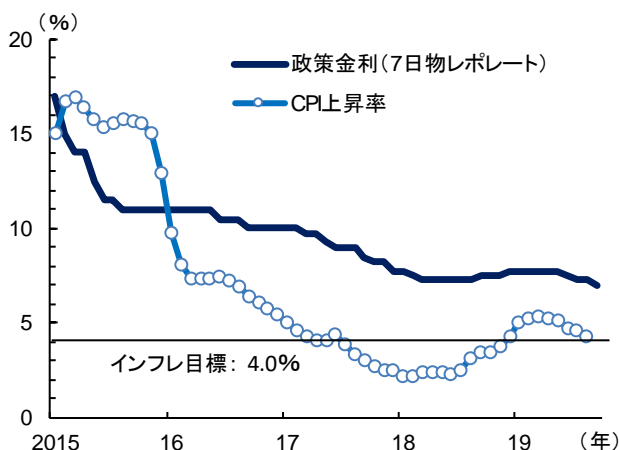
### (1) 金融政策：3会合連続利下げにより、9月から中立的政策金利に移行

ロシア中央銀行は、15年のインフレ目標（年末時点のCPI上昇率を前年比+4.0%以下に抑えるというもの）導入後、引き締め気味の金融政策スタンスを維持してきた。しかし、19年6月14日の金融政策決定会合を皮切りに、7月26日、9月6日と、3会合連続で0.25%Ptずつの利下げを決定し、その結果、政策金利はロシア中央銀行が「中立的金利水準（6.0～7.0%）の上限」とする7.0%にまで引き下げられた（図表4）<sup>3</sup>。ロシア中央銀行は、9月6日の会合後の声明文で、政策金利を7.0%に引き下げた主な理由として、インフレ率と経済成長率が、ともにロシア中央銀行の当初の予測を下回ったことを挙げている。また、今後については、近い将来にもう一段の利下げの可能性があると述べている（CBR, 2019b）。

### (2) 財政政策：緊縮路線を維持

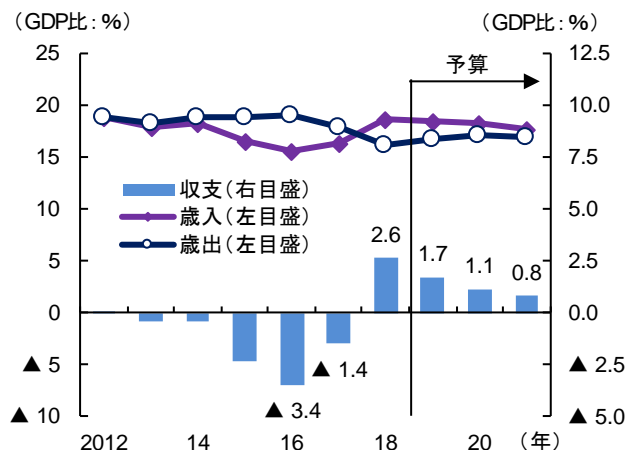
財政政策については、引き続き緊縮的な路線が維持されている。19年7月には「2019-2021年の3カ年連邦予算」のうち、19年連邦予算の修正が行われ、歳出については当初予算比で+2,565億ルーブル（同+1.4%）の増額が行われた。ただし、歳入についても当初予算比で+2,056億ルーブル（同+1.0%）の上方修正が行われたため、財政黒字は当初予算の1兆9,321億ルーブル（GDP比1.8%）から、修正予算では1兆8,812億ルーブル（GDP比1.7%）と、わずかな下方修正に留まった（図表5）<sup>4</sup>。

図表4 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5 連邦財政の推移



(注) 2012-18年は実績、19年は同年7月19日付修正予算、20-21年は予算。

(出所) Minfin、Roskaznaより、みずほ総合研究所作成

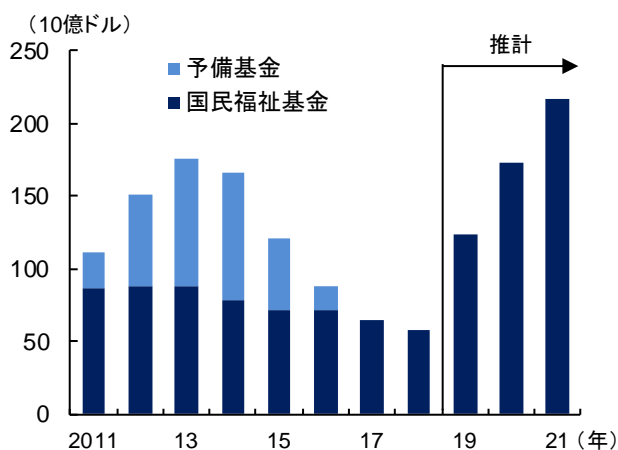
なお、19年7月には、18年の追加石油ガス収入（4兆2,614億ルーブル）が、米ドル、ユーロ、英ポンドに転換された上で、財政バッファーである国民福祉基金に繰り入れられた<sup>5</sup>。これにより、同基金の残高は、19年6月末時点の597億ドルから、7月末時点には1,241億ドルへと急増した。「2019-2021年の3カ年連邦予算」（前述の19年連邦予算の修正を含む）に基づいて推計すると、同基金の残高は今後も増加を続け、20年末時点で1,731億ドル、21年末時点には2,166億ドルに達すると見込まれる（図表6）。

### 3. 今後の展望：成長ペースは2020年に小幅に加速へ

20年のロシア経済を展望すると、成長ペースは内需を中心に小幅に加速すると見込まれる（図表7）。個人消費は、19年初のVAT増税の影響が一巡すると見込まれることから、20年には増税前と同程度の伸び率に復しよう。投資については、遅れていたインフラ整備等の国家プロジェクトが徐々に軌道に乗ることで、政府による投資の反動増が見込まれる。また、民間部門の投資についても、欧米諸国の制裁等、地政学リスクによる先行き不透明感が重石となる状態は変わらないものの、19年後半のロシア中央銀行による中立的政策金利への移行を背景に、増勢がやや強まると予想される。

外需面に目を転じると、輸出の伸びは内需よりも低調に留まる見通しである。最大の輸出品目である石油については、従来からロシアの増産余力は小さいとみられている。このため、OPEC（石油輸出国機構）加盟国と非加盟産油国による減産合意が、予定通り20年3月末に終了するとしても、ロシアは短期間で石油生産・輸出量を増加させることができないと見込まれる。また、その他の主要輸出品目である鉄鋼等の金属・同製品についても、世界経済が減速基調を強める中での輸出拡大は難しいと見込まれる。

図表6 財政バッファーの残高推移



(出所) Minfin等より、みずほ総合研究所作成

図表7 主要機関によるロシア成長率等の見通し

		2018 実績	2019 予測	2020 予測
実質GDP 成長率(%)	IMF	+2.3	+1.2	+1.9
	コンセンサス・フォーキャスト		+1.1	+1.9
	ロシア経済発展省		+1.3	+1.7
	ロシア中央銀行		+0.8~1.3	+1.5~2.0
CPI上昇率 (%)	コンセンサス・フォーキャスト	+4.3	+4.3	+4.0
	ロシア経済発展省		+3.8	+3.0
	ロシア中央銀行		+4.0~4.5	+4.0

(注) IMFは19年7月、コンセンサス・フォーキャストは19年9月、ロシア経済発展省は19年8月、ロシア中央銀行は19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

## 5. トピック：米国による追加制裁の発表（8月2日）

米務省は8月2日、生物化学兵器法（1991年制定）に基づく対露制裁の第2弾を発表した。生物化学兵器法に基づく対露制裁は、米務省が、18年3月に英国で起きたロシア元情報機関員の暗殺未遂事件においてロシア政府が化学兵器を使用したと断定し、発動を決定したものである。

米務省による対露制裁は、生物化学兵器法に基づいて2段階に分けて発動される。制裁第1弾は、すでに18年8月27日に発動されており、武器および米国の安全保障に関わる物品や技術のロシアへの輸出が禁止されたほか、米国政府によるロシアへの援助や信用供与が禁止された（図表8）。

今回発表された制裁第2弾は、(1)国際金融機関によるロシア向け信用供与に対する反対姿勢の表明、(2)米金融機関による外貨建てロシア国債の発行市場への参加禁止、および、ロシア政府向け外貨建て信用供与の禁止、(3)軍事転用可能な化学・バイオ製品の輸出禁止、という3つの措置からなっている。

これら3つの制裁措置の中で、ロシアへの影響が相対的に大きいとみられるのは、(2)の「米金融機関による外貨建てロシア国債の発行市場への参加禁止」である。同措置によって、米金融機関による外貨建てロシア国債（新発債）の購入が禁止されただけでなく、米金融機関による決済を必要とする米ドル建てロシア国債（新発債）については、米国以外の金融機関による購入も難しくなった可能性があるためだ。

ただし、以下で述べる3つの理由から、同措置の影響は、マグニチュードとしては限定的であるとみられている。第1に、「2019-2021年の3カ年連邦予算」で規定されている外貨建てロシア国債の発行予定額（グロス）は、連邦財政の歳出総額の1%前後に過ぎない。第2に、19年については、上期中の外貨建て国債の発行額（4,053億ルーブル）が、連邦予算の定める年間発行予定額（1,917億ルーブル）をすでに大幅に上回っており、年内の追加発行の必要性は低い。第3に、20年以降についても、米ドル以外の外貨、例えばユーロ建てのロシア国債の発行は、引き続き可能であるとみられる。

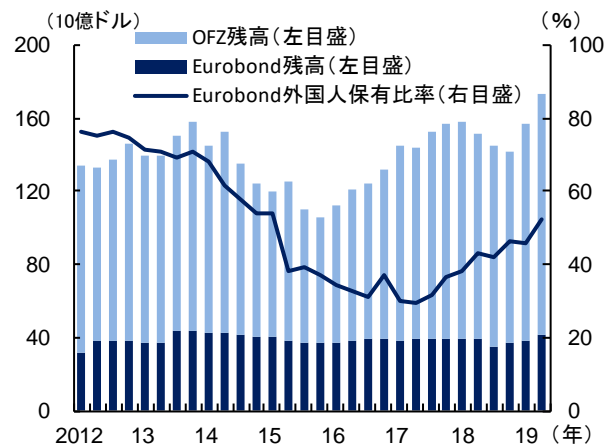
なお、ロシアの外貨建て国債（Eurobond）とルーブル建て国債（OFZ）の発行残高、および、Eurobondの外国人投資家による保有比率の推移は、図表9の通りである。

図表8 米務省による対露制裁の概要

第1弾（2018年8月）
(1) 米国政府による援助の禁止
(2) 武器輸出の禁止
(3) 武器輸出に関するファイナンスの禁止
(4) 米国政府による信用供与、その他金融支援の禁止
(5) 米国の安全保障に関わる物品・技術の輸出禁止
第2弾（2019年8月）
(1) 国際金融機関によるロシア向け信用供与に対する反対姿勢の表明
(2) 米金融機関による外貨建てロシア国債の発行市場への参加禁止、および、ロシア政府向け外貨建て信用供与の禁止
(3) 軍事転用可能な化学・バイオ製品の輸出禁止

（出所）米務省より、みずほ総合研究所作成

図表9 ロシア国債の発行残高の推移



（注）OFZの残高は、中銀公定レートによる米ドル換算額。

（出所）Minfin、CBRより、みずほ総合研究所作成

## 【参考文献】

### <ウェブサイト情報>

CBR (ロシア中央銀行) [<http://www.cbr.ru>].

FTS (ロシア連邦税関庁) [<http://customs.ru/>].

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

Roskazna (ロシア連邦国庫庁) [<http://www.roskazna.ru/>].

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

### <レポート類>

金野雄五 (2019) 「プーチン再選後のロシア経済：注目される『世界5位以内の経済大国化』の行方」『みずほインサイト』2月20日 [<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/eu190220.pdf>].

CBR (2019a) Zaiavlenie Predsedatelia Banka Rossii El'viry Nabiulinoi po itogam zasedaniia Soveta direktorov, 6 Sep. [<https://www.cbr.ru/Press/event/?id=2847>].

CBR (2019b) Bank Rossii prinial reshenie snizit' kliuchevuiu stavku na 25 b. p., do 7.00% godovykh [[https://www.cbr.ru/press/pr/?file=06092019\\_133000Key.htm](https://www.cbr.ru/press/pr/?file=06092019_133000Key.htm)].

SPRF (ロシア会計検査院) (2019) Analiticheskii otchet o khode ispolneniia fereral' nogo biudzheta i biudzhetov gosudarstvennykh vnebiudzhetykh fondov za I polugodie 2019 goda [<http://audit.gov.ru/activities/audit-of-the-federal-budget/38255/>].

---

<sup>1</sup> プーチン大統領が掲げる「世界5位以内の経済大国化」等の目標の詳細は、金野 (2019, p. 7) 参照。

<sup>2</sup> 5つの商品グループの19年1-6月期の輸出成長寄与度合計(▲1.7%Pt)は、筆者によるFTSに基づく計算値。なお、18年1-6月期のロシアの財輸出総額に占める5つの商品グループの割合は、燃料・エネルギー：63.9%、金属・同製品：10.6%、化学品：6.2%、機械・設備：5.8%、食品・同原料：5.3%、木材・紙・パルプ製品：3.2%。

<sup>3</sup> ナビウリナ・ロシア中央銀行総裁は、9月6日の金融政策決定会合後の記者会見で、ロシアの政策金利が「ついに中立的金利水準の範囲である6.0~7.0%の上限に到達した」と表明した(CBR, 2019a)。

<sup>4</sup> 19年連邦予算の修正は、19年7月18日付連邦法No.459による。なお、同法により、19年の予測名目GDPは105兆8,200億ルーブルから、109兆860億ルーブルに上方修正された。

<sup>5</sup> 国民福祉基金および追加石油ガス収入の詳細は、金野 (2019, p. 4) 参照。