

ロシアの 2018 年成長率は +2.3% 留まり、力強さにはほど遠い展開

～GDP 統計を巡る不透明さに加え、米国の追加制裁懸念など悪材料は引き続き山積～

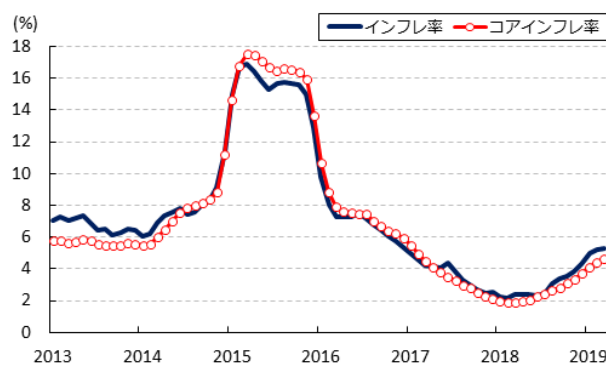
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

(要旨)

- ここ数年のロシア景気は欧米諸国の経済制裁などを契機に厳しい状況が続いた。ただし、GDP 統計の改訂に伴いマイナス成長は 2015 年のみとなり、その後は世界経済の持ち直しやインフレ鈍化を背景に持ち直しが進んだ。昨年 10-12 月の実質 GDP 成長率は前期比年率 +3.37% と現基準下で最も高い伸びとなったが、家計消費を除けば軒並み弱く、在庫投資が押し上げ要因となるなど内容は良くない上、先行きの下振れ要因となり得る。昨年の経済成長率も +2.3% に留まり、他の新興国などと比較すれば見劣りする状況は変わっていない。
- 年明け以降の米 FRB の「ハト派」転換や原油相場の底入れなど、ルーブル相場には追い風が吹いているが、足下の水準は昨年初めを大きく下回る。1 月からの VAT 引き上げに伴い足下のインフレ率は加速しており、家計消費への悪影響が懸念される。今年 2 月には主要格付機関がすべて「投資適格級」とするなど投資環境は改善したが、米国は追加経済制裁を検討しており、仮に実現すれば格下げされるリスクもある。米口関係はトルコを舞台に悪化する兆しもみられるなか、同国景気は引き続き力強さを欠く展開が続くであろう。

2014 年のロシアによるウクライナへの侵攻を契機に、欧米諸国が相次いでロシアに対する経済制裁に動いたほか、一昨年に誕生した米トランプ政権は独自に経済制裁を強化する動きをみせた結果、ここ数年のロシア経済を取り巻く環境は厳しい状況が続いた。事実、2014 年の経済成長率は +0.7% の低い伸びに留まるとともに、翌 15 年には世界金融危機後の 2009 年以来 6 年ぶりにマイナス成長 (▲2.5%) に陥った。なお、当初は翌 16 年も ▲0.2% と 2 年連続でマイナス成長となるなどいわゆる『東西冷戦崩壊』直後以来となる景気低迷に見舞われ、国際金融市場における通貨ルーブル安の進展なども相俟って 1 人当たり GDP も 1 万ドルを下回る水準に低下した。しかし、その後に同国政府は 2014 年以降のみを対象に GDP 統計を改訂し、2015 年の経済成長率は ▲2.3% に、翌 16 年の経済成長率は +0.3% とプラスに上方修正されるなど、マイナス成長となったのは『1 年限り』とされた。なお、2016 年後半以降は前年のいわゆる『チャイナ・ショック』をきっかけに減速感を強めた中国景気が持ち直しの動きをみせたほか、それに伴い世界経済も自律回復の様相を強めており、ロシア景気も外需をけん引役に底打ちが進んだ。さらに、翌 17 年にはルーブル安や経済制裁などをきっかけに大幅に昂進したインフレが鈍化して家計部門の実質購買力が押し上げられ、雇用・所得環境の改善も相俟って家

図 1 インフレ率の推移

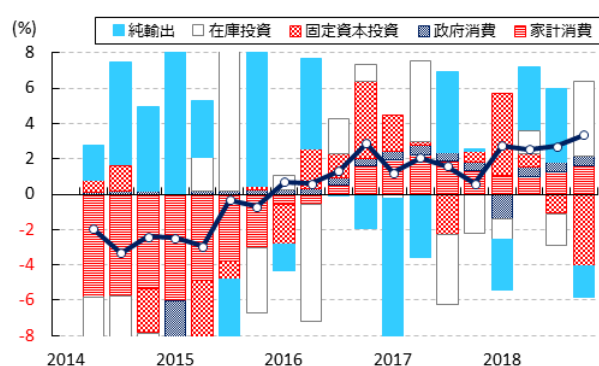


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

計消費など内需の底入れも進み、景気は『最悪期』を克服した。ただし、昨年輸出の半分近くを占めるEU（欧州連合）景気が一転して頭打ちの様相を強めたほか、米トランプ政権による保護主義的な通商政策や米中貿易摩擦の激化などを受け、年末にかけて世界貿易が頭打ち感を強めるなど世界経済が鈍化して結果的に外需のけん引力が削がれた。また、昨夏の国際金融市場ではいわゆる『トルコ・ショック』をきっかけに動揺の動きが広がり、ロシアでも資金流出圧力が強まりルーブル安が再燃したほか、企業部門を中心に資金需給環境が急速にタイト化する事態に見舞われ、設備投資をはじめとする固定資本投資に下押し圧力が掛かった。なお、年末にかけては国際金融市場が落ち着きを取り戻したことに加え、中銀が利上げ実施などを通じてルーブル相場の安定を通じたインフレ抑制の姿勢を強めたことで、ルーブル相場は落ち着きを取り戻す動きをみせた。ただし、年末にかけてはOPEC（石油輸出国機構）加盟国などによる協調減産延長の動きにも拘らず原油相場に急速な調整圧力が掛かり、国際金融市場は落ち着きを取り戻したもののルーブル相場は上値が重い展開となり、物価などへの悪影響が懸念される状況が続いた。政府統計に基づけば、昨年10-12月の実質GDP成長率は前期比年率+3.37%と現基準の下では最も高い伸びを記録したほか、中期的な基調を示す前期比年率ベースでも+2.75%と約6年ぶりの水準となるなど景気の底入れが進んでいることが示された。インフレ率の低下に伴う実質購買力の押し上げを背景に家計消費は底堅い動きをみせる一方、資金流出や中銀による利上げ実施などを理由に企業部門の資金需給がタイト化したほか、同国政府が財政規律を重視する姿勢を強めたことも固定資本投資の重石となるなど、全般的に力強さに乏しい動きが続いている。結果、在庫投資による成長率寄与度が大幅プラスとなるなど、在庫の積み上がりが足下の景気を下支えしている様子がうかがえるなど内容は悪く、先行きその調整が景気の足かせとなり得ることを勘案すれば、足下の景気が底離れの様相をみせているとは判断しにくい。また、昨年通年の経済成長率は+2.3%に加速したものの、2000年代などと比較すれば力強さを欠く展開が続く、他の新興国と比較しても見劣りする状況は変わっていない。

なお、年明け以降の国際金融市場では米FRB（連邦準備制度理事会）が『ハト派』姿勢に転じているほか、OPEC諸国などによる協調減産延長などを理由に調整が続いた原油相場も底入れするなど、ルーブル相場の追い風となる材料がみられる。上述の昨夏の『トルコ・ショック』をきっかけとする国際金融市場の動揺の余波を受けて下落圧力を強めたルーブル相場は、年明け以降は一転底堅い動きをみせているものの、昨年初め

図2 実質 GDP 成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

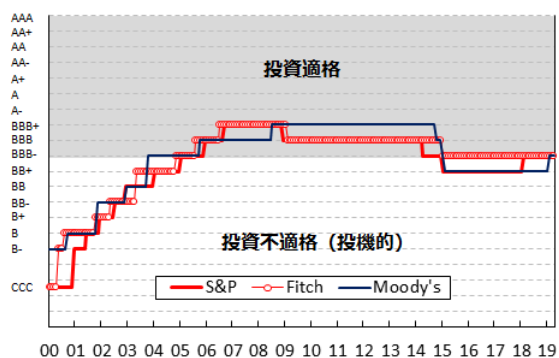
図3 ルーブル相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

頃に比べて大きく下回る水準で推移している。結果、昨年半ばにかけてインフレ率は鈍化傾向を強めたものの、その後は底入れが進んでおり、政府が財政健全化に向けて今年1月からVAT（付加価値税）の税率を引き上げたことも相俟って、足下のインフレ率は加速感を強めている。年明け以降のルーブル相場の底入れの動きはインフレ率のさらなる昂進を抑制することに繋がると見込まれるものの、昨年末にかけてGDP統計上は景気が加速感を強めているにも拘らず雇用・所得環境は悪化しているほか、年明け以降の企業マインドは一進一退の動きをみせるも製造業のみならずサービス業でも頭打ちの様相を強めるなど厳しい状況が続いており、家計消費の重石となることが懸念される。さらに、同国政府は過去数年の景気低迷に伴う財政悪化懸念に対応すべく、財政健全化に向けた歳出抑制に努めており、年明け以降の原油相場の底入れにも拘らずこうした姿勢を大きく転換させておらず公的部門による景気下支えを期待することは難しい。他方、こうした同国政府による慎重な財政運営を好感する形で、主要格付機関のうち米系のS&Pグローバル・レーティング（以下「S&Pグローバル」）は昨年2月に格上げ（BBプラス→BBBマイナス）を行ったほか、今年2月には米系のムーディーズ・インベスターズ・サービスが格上げ（Ba1→Ba3）を実施し、これに伴い主要3社すべてが4年ぶりに『投資適格級』とするなど投資環境は改善している。他方、今月に入って以降、米国では上院の超党派議員がロシアによる米国の選挙への干渉を阻止すべく、ロシアの銀行、エネルギー、防衛関連といった企業のみならず、同国債を対象に厳しい経済制裁を課す法案を提出しており、仮に米国家情報長官室（DNI）が選挙干渉を認定すれば経済制裁が義務付けされる。この動きに関連して、

図4 主要格付機関による長期信用格付の推移



（出所）各社ホームページなどより第一生命経済研究所作成

S&Pグローバルは米国の追加制裁について「対象が一部ならば対応可能だが、エネルギー企業への厳しい制裁やすべての政府債務、同国金融システム上重要な銀行が対象とされれば対応は難しく、格付を引き下げる可能性がある」旨の指摘を行うなど、厳しい見方を示している。米ロ関係を巡っては、トルコによるロシア製兵器購入への懸念から、米トランプ政権がトルコへの米国製兵器の供給を認めない方針を示すなどトルコを挟んだ関係悪化の動きもみられ、こうした状況が激化すれば昨年の『トルコ・ショック』が再来するリスクもくすぶる（詳細は3日付レポート「[「トルコ・ショック」は再びやって来るか](#)」をご参照下さい）。そうなれば、ロシアで再び資金流出圧力が強まりルーブル安が進行して物価動向などを通じて実体経済の重石となる状況も予想されるほか、足下のEUの景気減速も景気の足かせとなり得るなど、先行きの景気に対する不透明要因は山積しており、引き続き力強さに乏しい展開が続くことは避けられないであろう。

以 上

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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、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。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

