

2021年11月18日

## MURC Focus

# ロシアの景気は徐々にスローダウン

## ～原油価格上昇は追い風も利上げで内需が鈍化へ

調査部 副主任研究員 土田 陽介

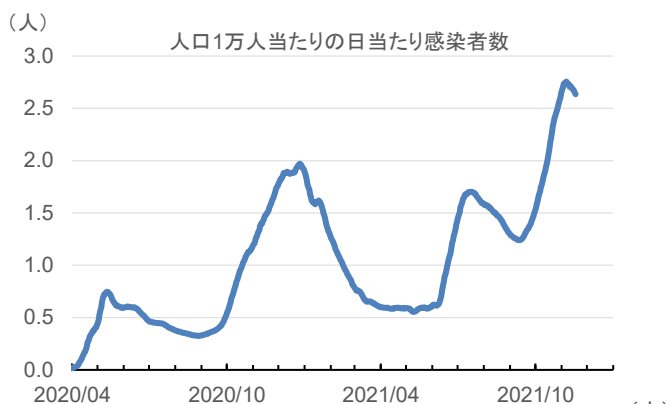
- 新型コロナの感染状況が深刻なロシアだが、景気は堅調である。最新年7~9月期の実質 GDP(国内総生産)の前年比成長率は+4.3%と力強い回復となった。
- ロシアの景気は10~12月期以降、スローダウンするだろう。諸外国と同様に、ロシアでも繰越需要の一服に伴い内需が鈍化する。加えて、中銀がインフレ対策として利上げを進めたことも、内需を下押しする。
- ロシアはこれから厳しい冬季を迎える。新型コロナの感染増は免れないと考えられる一方、それが軽微であれば行動制限などの感染抑制措置が限定的で済むため、景気への下押し圧力も弱くなる。

### (1) 深刻なロシアの新型コロナ感染状況

ロシアの新型コロナウイルス感染状況は深刻である。政府は10月30日から11月7日までを非労働日とし、薬局やスーパーなど生活必需品を販売する店舗を除く小売店を閉鎖、また学校を休みとする感染抑制措置を実施した。足元、日当たりの感染者数(図表1)は頭打ちしてきたが、一方で日当たりの死者数は増加に歯止めがかかっていない(図表2)。

非労働日は一部の都市を除き、11月8日に解除された。今後もロシアでは、感染の動向次第で非労働日が実施される可能性がある。感染が深刻である理由の一つに、国民の国産ワクチン(スプートニクV)に対する不信感が根強く、その接種が進まないことがある。政府のサイト(gogov.ru)によれば、11月17日時点で必要回数の接種が完了した国民は35.9%に留まっている。

図表1. 増加が続くロシアのコロナ感染者数



(注)7日間後方移動平均  
(出所)世界保健機関(WHO)

図表2. 新型コロナでの死亡者の数も急増



(注)7日間後方移動平均  
(出所)世界保健機関(WHO)

## (2) インフレの加速に苦慮するロシア中銀

新型コロナの感染状況が深刻なロシアだが、景気は堅調である。最新7~9月期の実質 GDP(国内総生産)の前年比成長率(速報値)は+4.3%と、昨年的大幅減の反動で急騰した4~6月期(+10.5%)から低下したものの、引き続き力強い回復となった(図表3)。繰越需要の顕在化に伴い個人消費などの内需が堅調を維持した一方、輸出も資源需要の回復から好調だった模様である。

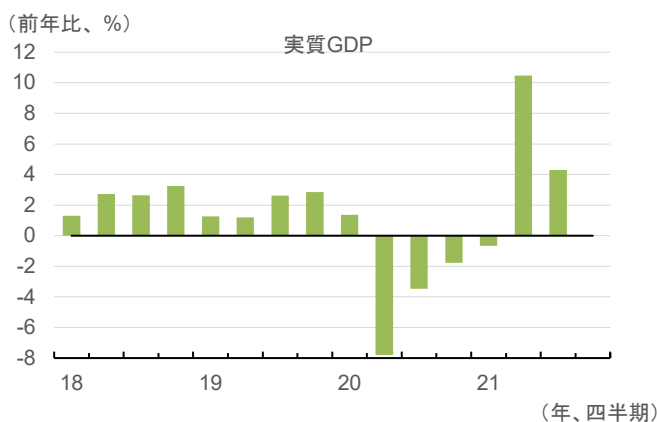
堅調な景気を反映して、諸外国と同様にロシアでもインフレが加速している。10月の消費者物価(図表4)は総合指数が前年比+8.1%と、伸び幅は3ヶ月連続で拡大した。またコア指数も同+8.0%と、総合指数と同様に上昇が加速している。9月に行われた総選挙の際にプーチン政権が選挙対策として国民に対して給付金を支給したことも、足元のインフレ率を押し上げている。

他方で、消費者物価の先行指標となる生産者物価は9月時点で前年比+27.0%と上昇率が再び低下し、均したトレンドも加速が一服している(図表5)。こうしたこともあり、ロシア中銀は10月22日の会合で年末の消費者物価が+7.4~7.9%のレンジに収まるとの見通しを示したが、同時に政策金利(キーレート)を0.75%pt 引き上げて7.50%とした(図表6)。

現在の高インフレは世界的な供給不足の影響が強く、その解消にはまだ時間を要する。また家計のインフレ期待も高まっており、マインド面から物価上昇を促している。そのためロシア中銀は、インフレが年内にピークアウトする可能性を意識しつつも、年内最後となる12月17日の理事会で0.25~0.50%pt 程度の追加利上げを行い、慎重な金融政策運営に努めると考えられる。

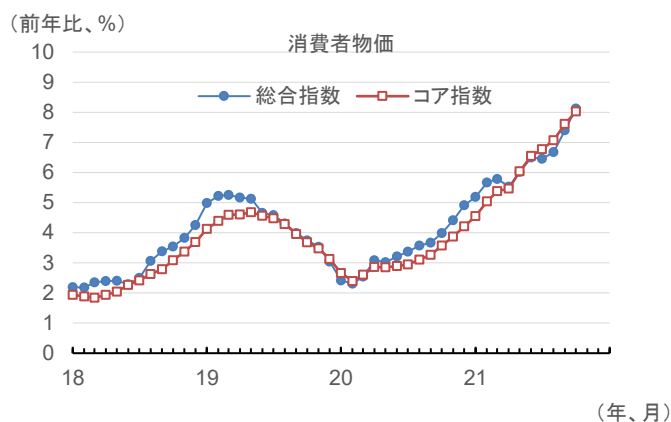
なおこれまでの利上げを受けて、通貨ルーブルの対ドル相場は1ドル70ルーブル程度と年始の70ルーブル台半ばから持ち直しているが、コロナ前に比べると依然として5ルーブルほど安い水準である。

図表3. ロシアの景気は回復が続く



(注)速報では需要項目の内訳は公表されない  
(出所)ロシア連邦統計局(Rosstat)

図表4. 加速するインフレ

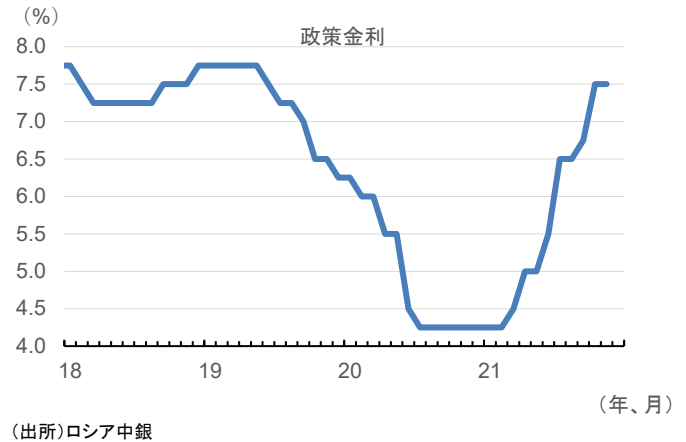


(注)コア指数は変動が多い項目を除いたベース  
(出所)Rosstat

図表5. 生産者物価は伸びの加速が一服



図表6. 利上げを進めるロシア中銀

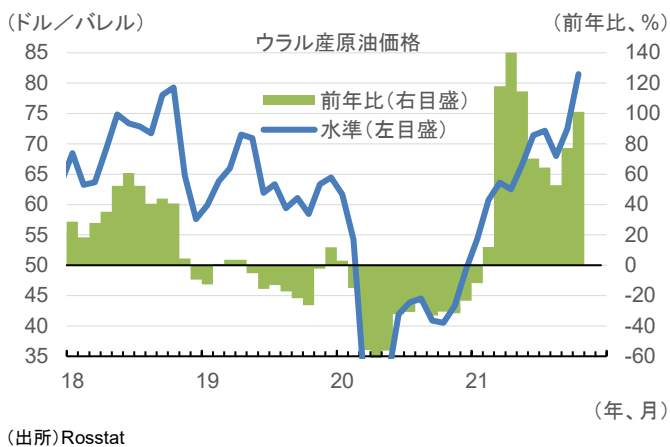


### (3) 資源企業の業績が急速に改善

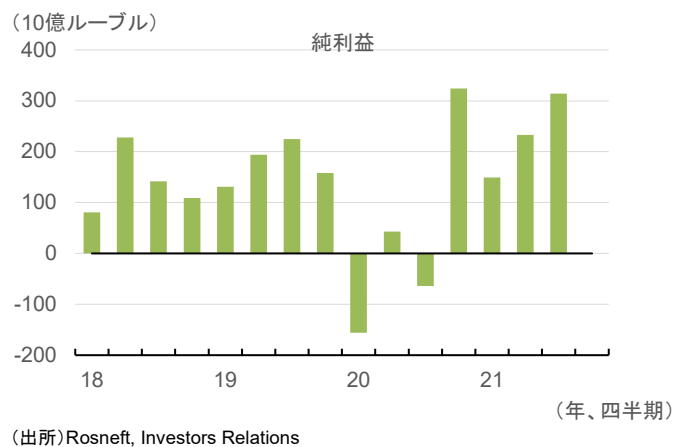
世界的に新型コロナの感染動向は予断を許さない一方、景気の回復を受けて天然資源に対する需要が急増している。その結果、商品市況も回復したため、ロシアの資源企業の業績が急速に改善している。特に原油価格は、生産調整の結果もあって上昇が目覚ましく、足元の水準はロシア産原油の採算ラインと言われる40ドルを大幅に上回っている（図表7）。

原油高を追い風に、ロシア最大の石油企業ロスネフチの業績は目覚ましく改善している（図表8）。最新7~9月期の純利益は3,140億ルーブルと前期（2,330億ルーブル）に続いて好調、また1~9月期の純利益は過去最高となる6,960億ルーブル（97億5,700万ドル）となった。同様に、ロシア最大のガス企業であるガスプロムも好決算を謳歌している。

図表7. 原油価格は採算ラインを大幅に上回る



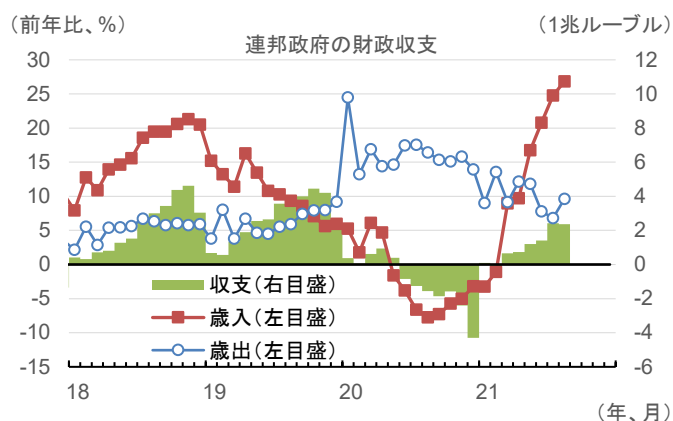
図表8. 業績改善が目覚ましいロスネフチ



好決算に沸く資源企業に対する課税収入を通じて、ロシアの財政（図表9）も改善が進んでいる。財政出動の余力が高まってきたとはいえ、徒な経済対策はインフレの加速につながりかねない。9月に大統領選を終えていることもあり、新型コロナの感染動向次第ではあるが、プーチン政権は追加経済対策に慎重な立場を堅持しよう。

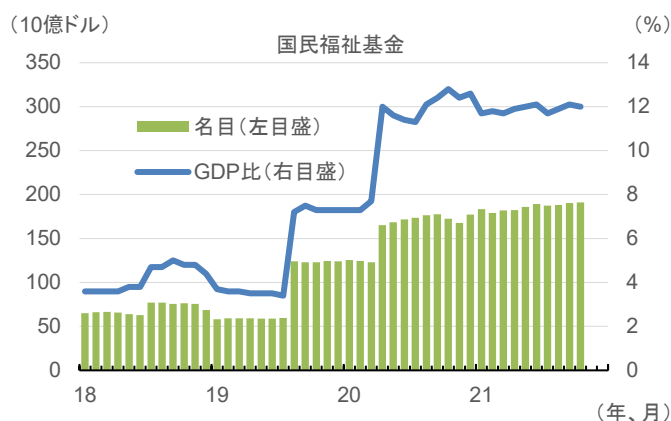
一方で、近年のプーチン政権は事実上の予備費である国民福祉基金（図表10）の再建を急いでいるため、資源高で得た収入は国民福祉基金に振り分けられることになるだろう。なお国民福祉基金は国内最大手の銀行ズベルバンクの株の購入を増やすなど国内での株式運用比率を高めており、運用の多角化とともに相場の下支えに努めている。

図表9. 連邦財政も健全化が進む



(注)年初来累計値  
(出所)ロシア中銀

図表10. 予備費の再建に努めるロシア



(注)2019年8月の急増と20年4月の急増は、一般財政が資源企業から得た収入を繰り入れたことによって生じた。  
(出所)ロシア財務省

#### (4) ロシア景気は徐々にスローダウン

ロシア景気は10～12月期以降、スローダウンするだろう。諸外国と同様に、ロシアでも繰越需要の一眼に伴い内需が鈍化を余儀なくされる。加えて、中銀がインフレ対策として利上げを進めたことも、内需を下押しする。反面で、半導体などの供給制約が緩和すると見込まれるため、輸出が回復の勢いを強めて景気を下支えするとみられる。

なお国際通貨基金（IMF）は10月に発表した最新の『世界経済見通し』の中で、ロシアの2021年の実質経済成長率が+4.7%と、2022年が+2.9%になると予測した。一方、ロシア中銀は10月22日の会合後の声明の中で、2021年の実質経済成長率が+4.0～4.5%に、2022年が+2.0～3.0%になると、IMFよりも慎重な見方を示している。

景気の最大の下押しリスク要因は、新型コロナの感染拡大に尽きよう。ワクチンの接種が不十分である中で、ロシアはこれから厳しい冬季を迎える。ある程度の感染の増加は免れないと考え

られる一方で、それが比較的軽微であれば、行動制限などの感染抑制措置は限定的で済むため、景気への下押し圧力も軽くなる。

しかし感染者が急増し、強い行動制限が課された場合、内需は腰折れを余儀なくされる。またロシア以外でも新型コロナの感染が拡大し、世界的な景気の失速が意識された場合、原油など資源の需要も減少を免れない。資源の需要減は輸出や財政の逆風となるため、ロシアの景気は再び後退局面に入る可能性が意識される。

(注記)

ロシア政府は11月12日、公共の場や交通機関でワクチン接種を証明する QR コードの提示を求める法案を下院に提出した。最短で月内に可決成立する見込み。

— ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。