

緩やかに回復に向かうロシア経済 国家プロジェクトの進捗加速が背景

欧米調査部 首席主任エコノミスト

金野雄五

03-3591-1317

yugo.konno@mizuho-ri.co.jp

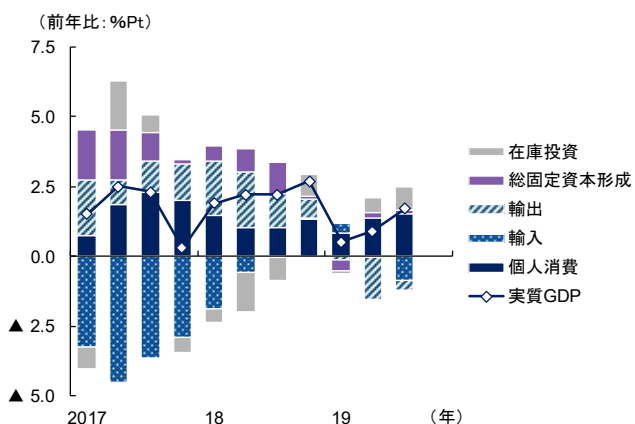
- 2019年のロシアの経済成長率は、前年の成長率（+2.5%）を下回る+1.3%に留まった。輸出の不振に加え、同年から開始された国家プロジェクトの進捗の遅れが影響したとみられる
- ただし、同年後半から、国家プロジェクトの進捗は加速しているほか、実質可処分所得の増加傾向が定着する等、所得環境にも改善がみられる
- 2020年については、国家プロジェクトの進捗と所得環境の改善が続くと見込まれるほか、2019年後半に実施された連続利下げの効果も見込まれることから、成長率は上向くと予想される

1. 景気の現状：低成長ながら回復の兆し

ロシアの2019年の経済成長率は、前年の成長率（+2.5%）を下回る+1.3%となった。経済成長率の需要項目別内訳の推移をみると、2019年は、輸出と総固定資本形成がともに不振であった中で、個人消費の成長寄与度が最大となった（図表1）¹。

個人消費は、2019年の成長寄与度が需要項目中で最大になったとは言え、その増加率（前年比+2.3%）は前年（同+3.3%）を下回る低調な推移となった。2019年の個人消費が低調であった原因については、年の前半と後半とは異なっている可能性がある。2019年前半においては、年初の付加価値税率の引き上げ（18→20%）によるインフレ率の上昇と、それに伴う実質可処分所得の減少が、個人消費の低

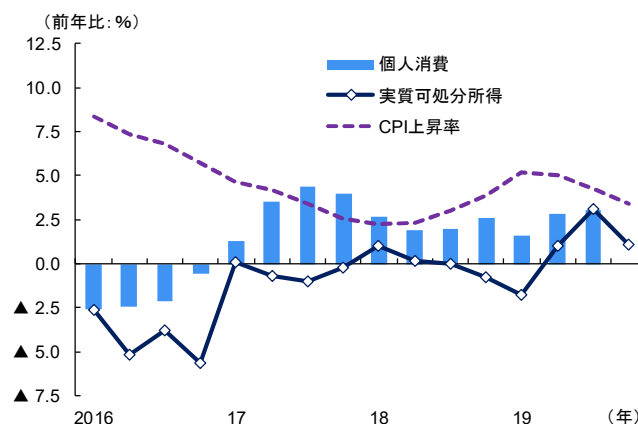
図表1 実質GDP成長率



(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 個人消費・CPI・実質可処分所得



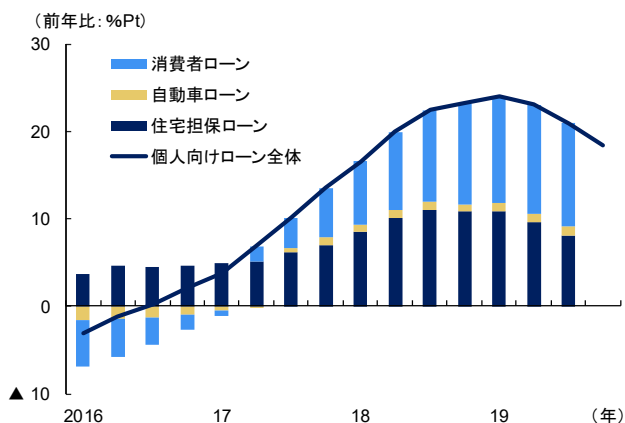
(出所) Rosstatより、みずほ総合研究所作成

調の主因であったとみられる（図表2）。一方、2019年後半においては、それまで個人消費を支えてきた銀行の個人向けローンの増勢が年半ばを境に鈍化し始めたため、個人消費が低調に留まったと考えられる（図表3）。なお、銀行の個人向けローンの増勢の鈍化は、ロシア中央銀行が個人向けローンの過熱を抑制するための措置を2018年から段階的に講じてきたことによるものとみられる²。

投資（総固定資本形成）は、2019年1～9月期に前年比▲0.1%、通年でも同+1.4%という低い伸び率に留まった³。2019年の投資の低迷については、同年から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たとみられる。ロシア政府は、2018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。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、2019-24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⁴。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、2019年連邦予算における国家プロジェクト関連支出（1.75兆ルーブル）の執行率は、6月末時点でわずか32%に留まった（図表4）。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たと考えられる。

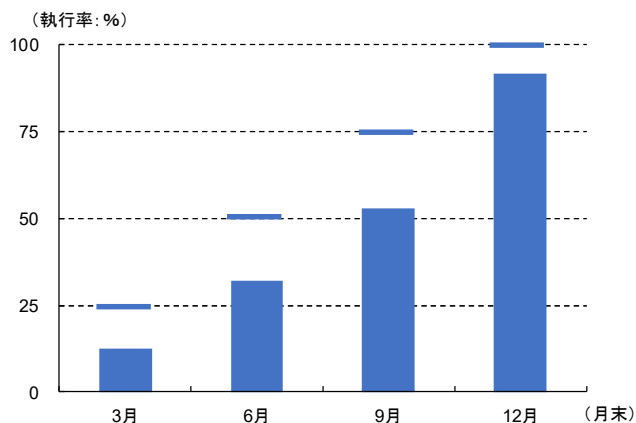
輸出については、世界経済の減速、および、石油輸出国機構（OPEC）とロシアを含む非加盟主要産油国からなる「OPECプラス」による減産合意を背景に、2019年の財・サービス輸出は実質ベースで前年比▲2.1%と減少した。2019年の通関統計（FTS）によれば、ロシアの主要輸出品目のうち、小麦（前年比▲27.6%）、鉄鋼（同▲12.6%）、アルミニウム（▲6.4%）、石油製品（同▲5.0%）等の品目で輸出数量の減少が確認できる。

図表3 個人向けローンの残高推移



(出所) CBRより、みずほ総合研究所作成

図表4 国家プロジェクト予算執行率（2019年）



(注) 表中のラインは、予算が4四半期均等に完全執行された場合の執行率。

(出所) SPRF、Minfin (2020) 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：連続利下げにより政策金利は「中立的水準」の下限に到達

金融政策については、ロシア中央銀行が、2019年6月14日の金融政策決定会合を皮切りに6会合連続で利下げを決定し、政策金利はロシア中央銀行がかねてから「中立的金利水準」としてきた6.0~7.0%の下限（6.0%）にまで引き下げられた（図表5）。一連の利下げ決定の理由として、ロシア中央銀行は、CPI上昇率と経済成長率がいずれも当初の予測を下回って推移したことを挙げている。

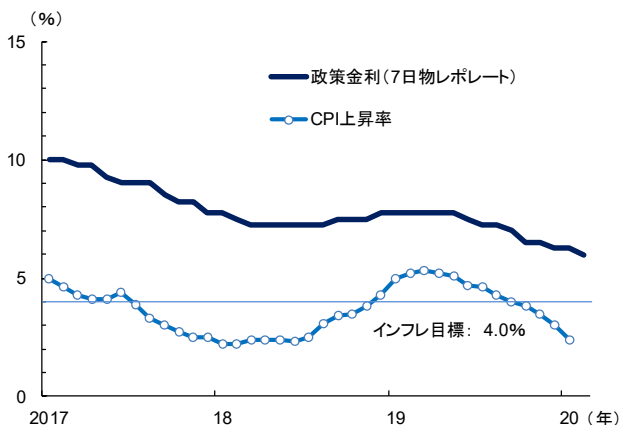
翻って2018年を振り返ると、米国による2度の追加制裁の発表（4月と8月）の直後にルーブルの対米ドル相場がそれぞれ10%近く急落し（図表6）、それを受けてロシア中央銀行は、利下げによる中立的金利水準への移行を一時断念し、逆に利上げを余儀なくされたという経緯がある⁵。この経緯に照らすと、2019年にも米国による追加制裁は発動されたものの⁶、制裁による為替レート下落の影響は軽微であったことから、ロシア中央銀行による中立的金利水準への移行が可能になったと見ることができる。

今後については、ロシア中央銀行は直近の会合（2月7日）で、2020年末時点のCPI上昇率（予測値）を前年比3.5~4.0%とした上で、この見通しに沿って状況が推移していく場合に、もう一段の利下げの可能性があるとしている。このため、早ければ次回会合（3月20日）で0.25%の利下げが行われるというのが市場参加者の大方の見方となっている。

(2) 財政政策：緊縮路線を維持

財政政策については、2017年に開始された緊縮路線が、基本的には2019年も維持されたとみられる。2019年の連邦予算（当初予算）では、予測原油価格63.4ドル/バレルに基づき、歳入は180,372億ルーブル（GDP比18.9%）、歳出は165,292億ルーブル（同17.0%）、収支は+19,321億ルーブル（+同1.8%）の黒字と見込まれていた。しかしその後、予測原油価格の下方修正（63.4→62.2ドル/バレル）に伴い石油ガス収入の減少が見込まれた一方で、非石油ガス収入については、石油ガス収入の減少を上回る増収が見込まれるようになったことから、予算の修正が行われ、歳入総額は当初予算比+9億ルーブル、歳出総額は同+4,522億ルーブル、それぞれ増額された⁷。この結果、財政収支は当初予算のGDP比+1.8%から、同+1.4%に下方修正されたものの、財政黒字自体は維持された（図表7）。

図表5 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6 ルーブル相場と原油価格の推移



(注) 原油価格はBrent。

(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

「2020～22年の3カ年連邦予算」は、今後3年間、原油価格が緩やかに下落するとの予測に基づきつつ⁸、財政黒字を維持する内容となっていることから、2017年に開始された財政緊縮路線は、基本的に2020年以降も継続されるものとみられる。同3カ年予算の特徴は次の通りである。

歳入面では、原油価格の緩やかな下落を背景に、追加石油ガス収入が2020年のGDP比2.1%から、2022年には同1.6%に減少する見通しとなっている⁹。また、追加石油ガス収入の減少を主因として、歳入総額も2020年のGDP比18.1%から、2022年には同17.2%に減少すると見込まれている。

歳出面では、2019年連邦予算と同様、2018年の財政基本法の修正によって導入された方式に基づいて歳出総額が決定されている¹⁰。これは、歳出総額の上限を、追加石油ガス収入を除く歳入額に、政府債務利払費、および、5,850億ルーブル¹¹を加えた金額とする方式である。この方式に基づき、3カ年連邦予算では、歳出総額がGDP比17.3%（2020年）から同16.9%（2022年）の範囲に設定されている。

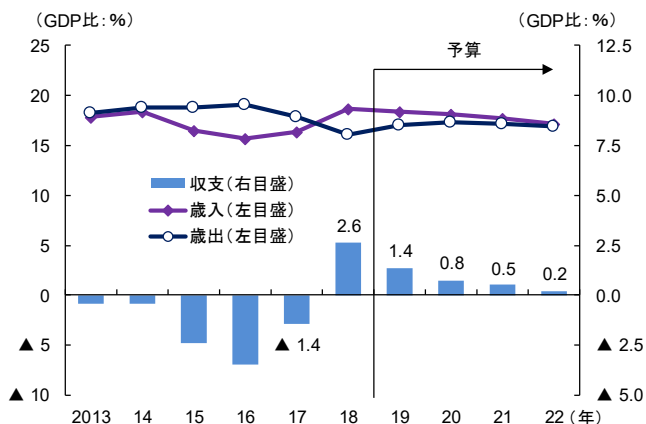
なお、追加石油ガス収入については、2017年以降、その全額が財政バッファの国民福祉基金に繰り入れられており、この措置は2020年以降も継続実施される。2019年連邦予算の修正、および、2020-22年の3カ年連邦予算に基づいて推計すると、同基金の残高は今後も増加を続け、2019年末時点の1,256億ドルから、2020年末時点には1,693億ドル、2022年末時点には2,385億ドルに達すると見込まれる。

3. 今後の展望：成長ペースは2020年に加速へ

2020年のロシア経済を展望すると、内需を中心に成長ペースが加速すると見込まれる（図表8）。

投資については、2019年の年末にかけて、インフラ整備等の国家プロジェクトの進捗が加速し、同年末時点の関連予算の執行率は91%にまで上昇している（前景図表4）。こうした国家プロジェクトの進捗加速は今後も続くこととみられることから、2020年には、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、2019年後半のロシア中央銀行による連続利下げが追い風となり、緩やかな回復に向かうと予想される。

図表7 連邦財政の推移



(注) 2019年は修正予算（同年12月2日付連邦法No. 389）。
(出所) Roskazna, Minfinより、みずほ総合研究所作成

図表8 主要機関による成長率等の見通し

		2019 実績	2020 予測	2021 予測
実質 GDP 成長率 (%)	IMF		+1.9	+2.0
	コンセンサス・ フォーキャスト	+1.3	+1.8	+1.9
	ロシア経済発展省		+1.7	+3.1
	ロシア中央銀行		+1.5~2.5	+2.0~3.0
CPI 上昇率 (%)	コンセンサス・ フォーキャスト		+3.5	+3.8
	ロシア経済発展省	+3.0	+3.0	+4.0
	ロシア中央銀行		+3.5~4.0	+4.0

(注) IMFは20年1月、コンセンサス・フォーキャストは20年2月、ロシア経済発展省は19年8月、ロシア中央銀行は20年2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

個人消費については、インフレ率の低下に伴い、2019年後半から実質可処分所得の増加傾向が定着している。2020年前半は、銀行の個人向けローンの増勢鈍化が下押し圧力として残るものの、年後半には、実質可処分所得の増加を背景に個人消費の回復基調が強まると予想される。

外需面に目を転じると、輸出は、2019年に続き低調に推移する見通しだ。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プラスによる減産合意が、予定通り2020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、新型コロナウイルスの感染拡大等もあり、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。

4. トピック：米国によるパイプライン制裁の発動（2019年12月20日）

（1）制裁の内容

2019年12月20日、米国における2020会計年度の国防権限法（以下、NDAA 2020）の成立に伴い、ロシアを起点として建設が進められてきた2つの欧州向けガス輸出パイプラインに対して制裁が発動された¹²。制裁の対象となったパイプラインは、ロシアからバルト海底を通過してドイツに到達する「ノルドストリーム2」（以下、NS2）と、黒海海底を通過してトルコに到達する「トルコストリーム」（以下、TS）の2つである（図表9）。

制裁の内容は、NS2およびTSパイプライン・プロジェクト向けの水深100フィート（約30メートル）以上の海底でのパイプライン敷設に従事する船舶を販売・リース・供与した外国人（法人・個人）、および、これらを容易にする取引を故意に実施したとみなされる外国人に対して、在米資産の凍結や、米国への入国禁止等の措置が講じられるというものである¹³。

図表9 ノルドストリーム2およびトルコストリームの概要

	ノルドストリーム2	トルコストリーム	【参考】ウクライナ経由パイプライン “Brotherhood Pipeline System”
ルート	ロシア→ドイツ	ロシア→トルコ	ロシア→ウクライナ→スロバキア
総延長	1,200 km	930 km	4,500 km (うち、ウクライナ部分は1,150 km)
輸送容量	550 億m ³ /年	315 億m ³ /年	1,650 億m ³ /年
建設・稼働状況	未完工	2020年1月8日に稼働開始	1967年から稼働

(注) 1. トルコストリームは2線から成り、うち1線はトルコからブルガリア、セルビア、ハンガリーへの延伸が予定されている。

2. 表中のウクライナ通過パイプラインの輸送容量は、欧州諸国およびトルコ向けトランジット輸送容量。

(出所) 各種資料より、みずほ総合研究所作成

（２）制裁による影響

今回の制裁による影響としては、以下の2点が挙げられる。

第1に、NS2の完工時期の遅れである。制裁の発動を受けて、NS2の海底パイプラインの敷設を請け負っていたスイスのAllseas社は、即座に敷設作業を停止したことを発表した。制裁発動時点において、NS2の総延長1,200kmのうち、ドイツ近海の160kmで海底パイプラインの敷設が未完了であったとされる。技術的に最も困難な最深部の敷設作業はすでに完了していることから、残りの160kmについてはロシアの独力による敷設が可能とみられるものの、完工時期の大幅な遅れが避けられない状況となった¹⁴。他方、TSについては、制裁が発動された時点で海底パイプラインの敷設はすべて完了し、2020年1月8日には稼働を開始したことから、TSへの制裁の影響は皆無であったと言える。

第2に、今回の制裁は、上述のNS2の完工時期の遅れを通じて、2019年12月31日に締結されたロシア・ウクライナ間のガス・トランジット契約をめぐる交渉において、ロシア側に不利に影響した可能性がある。ロシア・ウクライナ間のガス・トランジット契約は、2019年末に期限が切れる2009～19年の長期契約の後継契約にあたるもので、ロシアの欧州向けガス輸出の約半分を占めてきたウクライナ経由のパイプライン（Brotherhood Pipeline System: BPS）の利用条件を定めるものである。NS2とTSの輸送容量の合計（865億m³）は、BPSによる近年の欧州向けトランジット輸送量（約875億m³）にほぼ匹敵することから、ロシアにとって、NS2とTSの建設の狙いは、欧州向け天然ガス輸送能力の増強というより、BPSに代わるウクライナ迂回パイプラインの建設にあったとみられている¹⁵。ロシアとしては、2019年内にNS2とTSを完成させることによって、ウクライナとの長期契約が不要になるとの思惑があったとみられるが、今回の制裁によってNS2の完工時期が不透明となったことで、長期契約の締結を余儀なくされたと考えられる。報道によれば、2019年12月31日にロシア・ウクライナ間で締結されたガス・トランジット契約は、2020～24年の5年間を対象期間とし、合計2,250億m³（2020年に650億m³、その後の4年間は400億m³/年）の最低トランジット輸送量と、合計720億ドル（天然ガス1,000m³あたり32.0ドル）のトランジット料が見込まれている（Neftegaz.ru, 2020）。

<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>].

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

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>].

SPRF (ロシア会計検査院) [<http://www.ach.gov.ru/>].

<レポート類>

金野雄五 (2019a) 「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>].

金野雄五 (2019b) 「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」『みずほインサイト』9月26日 [<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/eu190926.pdf>].

CBR (2019) Add-ons to risk weights depending on DSTI ratio and EIR [http://www.cbr.ru/eng/press/pr/?file=01072019_112527eng2019-07-01t11_24_49.htm].

Neftegaz.ru (2020) “Gazprom i Naftogaz podpisali soglashenie po tranzitu gaza chelez Ukrainu, A chto s dogovorom na priamye postavki?”, January 2 [<https://neftgaz.ru/news/transport-and-storage/516342-gazprom-i-naftogaz-podpisali-soglashenie-na-tranzit-gaza-cherez-ukrainu/>].

Minfin (2020) Predvaritel'nye dannye ob ispolnenii raskhodov federal'nogo biudzheta na realizatsiiu natsional'nykh proektov na 1 ianvaria 2020 goda [https://www.minfin.ru/ru/press-center/?id_4=36929].

Reuters (2019) “Ukraine says Russian gas transit falls 7 pct in 2018”, January 2 [<https://af.reuters.com/article/commoditiesNews/idAFL8N1Z22JE>].

¹ 2019年の需要項目別の成長寄与度は、個人消費：+1.3%Pt、政府消費：+0.5%Pt、総固定資本形成：+0.3%Pt、輸出：▲0.6%Pt、輸入：▲0.5%Ptであった（Rosstatの2016年価格表示GDPに基づく推計）。

² ロシア中央銀行による個人向けローンの過熱抑制措置とは、具体的には消費者ローンのリスクウェイト係数の引き上げである。消費者ローンのリスクウェイト係数は、2018年5月1日、9月1日、2019年4月1日以降実施分について引き上げられた。なお、リスクウェイト係数は、従来は消費者ローンの貸出金利のレンジに応じて設定されてきたが、2019年10月1日以降実施分については、貸出金利と債務負担比率（ローンの借り手の月々の所得に占める、他の金融機関からの借入を含む全債務の返済予定額の比率）のレンジの組み合わせに応じて設定されるようになった（CBR, 2019）。

³ 2019年1-9月期はRosstatの四半期別GDP統計、通年は年次GDP統計による（いずれも2016年価格表示）。なお、2018年（通年）の総固定資本形成は、四半期別GDPに基づくと前年比+2.9%、年次GDP統計によると前年比+0.1%であり、両者は不整合である。

⁴ プーチン大統領が掲げる「世界5位以内の経済大国化」等の目標と、13の国家プロジェクトの概要については、金野（2019a）参照。

⁵ 2018年の米国による2度の追加制裁の発表については、金野（2019b）参照。

⁶ 2019年にも米国により2度の追加制裁が発表された。1つは、米務省が8月2日に発表した、生物化学兵器法（1991年制定）に基づく対ロ制裁の第2弾であり、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を主な内容とする（金野, 2019b）。もう1つは、2020会計年度の米国国防権限法の成立に伴い12月20日に発動されたもの

-
- で、ロシアのガス輸出パイプライン「ノルドストリーム2」および「トルコストリーム」の建設に対する外国企業による協力を禁止した措置である（本稿第4節「トピック」参照）。
- ⁷ 2019年連邦予算の修正は、同年12月2日付連邦法No.389による。なお、同予算修正における歳出総額の増額は、非石油ガス収入の増加見込み額の範囲内でのみ、会計年度途中の歳出総額の増額が可能であるとする財政基本法（第213条）の規定に基づくものとみられる。
- ⁸ 予測原油価格は、2020年：57.0、2021年：56.0、2022年：55.0ドル/バレル（Minecon）。「2020～22年の3カ年連邦予算」は、2019年12月2日付連邦法No.380による。
- ⁹ 追加石油ガス収入は、実際の原油価格が基礎原油価格を上回った場合に生じる追加的な石油ガス収入を意味する。ここで、基礎原油価格とは、2017年に40ドル/バレルとし、翌年以降、年率2%を乗じた価格である。基礎原油価格から計算される石油ガス収入は基礎石油ガス収入と呼ばれ、基礎石油ガス収入と追加石油ガス収入の合計が石油ガス収入となる。
- ¹⁰ 2018年の財政基本法（第199条第3項）の修正は、同年11月28日付連邦法No.456による。
- ¹¹ 厳密には、5,850億ルーブルという金額は2019～23年に適用され、2024年については5,750億ルーブルという金額が適用される。
- ¹² NDAA2020の正式名称は、“National Defense Authorization Act for Fiscal Year 2020”であり、今回の制裁については同法のSec.7503で規定されている[<https://www.congress.gov/bill/116th-congress/senate-bill/1790/text>]。
- ¹³ 法人の場合、その執行役員および当該法人の支配株を保有する主要株主が米国への入国禁止の対象となる。なお、制裁解除の条件としては、①ロシア政府が、これらのプロジェクトを政治的圧力的手段として用いる能力を最小化するための措置、および、②これらのプロジェクトにより、既存のパイプライン（特にウクライナを通過するパイプライン）によるロシアのガス輸出量が、2018年実績対比で25%超減少しないようにするための措置、が講じられることを挙げている。
- ¹⁴ ロシアのノヴァク・エネルギー相は、米国による制裁の発動を受け、NS2は2020年末までに稼働を開始すると発言している。
- ¹⁵ ウクライナ経由パイプライン（BPS）によるロシアの欧州向けガス・トランジット輸出量は、2016年：822億 m^3 、2017年：935億 m^3 、2018年：868億 m^3 （Reuters, 2019）。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。