



大和総研（ロンドン駐在） シニアエコノミスト
菅野 沙織



新興国経済

「灰色賃金」減少がロシア中銀に利下げを迫るか

ロシア経済は2年連続のマイナス成長のあと、2017年にプラス成長に転じたもようである。一方、15年に前年比2ケタ台に跳ね上がり、いたインフレ率は16年12月に同5%台まで低下し、17年にはロシア中銀が掲げている同4%のインフレ目標を達成したばかりか、それを大幅に下回った。インフレ抑制の点で、ロシア中銀は手柄を立てたことになる。ただし、その功績は認めながらも、想定以上の急速なインフレ低下に危惧を抱き始めた専門家もいる。

ロシア中銀は、インフレ率が目標である前年比4%まで低下する時期は17年末になると見込んでいた。しかし、インフレ率は17年7月に早くも同3・9%まで低下。そしてその後も下がり続けた結果、12月には同2・5%となり、前記目標を大幅に下回った。ロシア中銀の説明によれば、インフレ率低下の加速をもたらしたのは農作物の豊作等、季節的かつ一過性の要因である。ロシア中銀はそれら諸要因の影響が18年に徐々に剥落しインフレ率はふたたび同4%前後に回帰するとの見方から、18年以降の見通しを据え置いている。インフレ率の低下により実質賃金上昇率が押し上げられている一方、

ロシア経済は2年連続のマイナス成長のあと、2017年にプラス成長に転じたもようである。一方、15年に前年比2ケタ台に跳ね上がり、いたインフレ率は16年12月に同5%台まで低下し、17年にはロシア中銀が掲げている同4%のインフレ目標を達成したばかりか、それを大幅に下回った。インフレ抑制の点で、ロシア中銀は手柄を立てたことになる。ただし、その功績は認めながらも、想定以上の急速なインフレ低下に危惧を抱き始めた専門家もいる。

ロシア中銀は、インフレ率が目標である前年比4%まで低下する時期は17年末になると見込んでいた。しかし、インフレ率は17年7月に早くも同3・9%まで低下。そしてその後も下がり続けた結果、12月には同2・5%となり、前記目標を大幅に下回った。ロシア中銀の説明によれば、インフレ率低下の加速をもたらしたのは農作物の豊作等、季節的かつ一過性の要因である。ロシア中銀はそれら諸要因の影響が18年に徐々に剥落しインフレ率はふたたび同4%前後に回帰するとの見方から、18年以降の見通しを据え置いている。インフレ率の低下により実質賃金上昇率が押し上げられている一方、

実質賃金の伸び率と比べて消費の増加ペースはやや鈍い。この背景には、ロシアならではの特殊な事情があると考えられる。それは、「封筒に入れた現金」による給与支払いの存在で、特に中小企業に多い。このように非公式に現金で支払われる「灰色賃金」は従業員が受け取る給与の3分の1を占めるとも言われる。しかし、「灰色」経済に対する国の対策に加え、景気回復が道半ばのロシアでは多くの企業がコスト削減に注力していることから、この現金支給額が減少しており、それが消費の伸びを鈍らさせているとみられる。

こうした「灰色賃金」の減少による手元現金の不足分は貯金の取り崩しや消費者向けローンの利用拡大によって補われている。しかし、政策金利が高いため自動車ローンをはじめとする消費者向けローンの金利が高止まりしていることも、消費の伸び悩みの一因と考えられる。

原油価格の上昇に支えられているループル高基

調が今後も継続する保証はなく、インフレ率が中期的に上昇するリスクは依然存在するとの見方から、ロシア中銀は利下げに対する慎重なスタンスを崩していない。しかし、実質金利が4%を超える状態が継続していることはロシア経済にとって重荷になりつつあると言わざるをえない。ロシア経済の回復を力強いものとするには、実質金利の低下が一つの方策であり、今後のロシア中銀の利下げペースが注目されることになる。

調が今後も継続する保証はなく、インフレ率が中期的に上昇するリスクは依然存在するとの見方から、ロシア中銀は利下げに対する慎重なスタンスを崩していない。しかし、実質金利が4%を超える状態が継続していることはロシア経済にとって重荷になりつつあると言わざるをえない。ロシア経済の回復を力強いものとするには、実質金利の低下が一つの方策であり、今後のロシア中銀の利下げペースが注目されることになる。

〔図表〕 ロシアのインフレ率と政策金利の推移

