

Russian Country Report

ロシア・カントリーレポート

《目次》

1. 安定化政策の限界.....	2
2. 各産業部門のGDPとその成長.....	2
3. 国際収支.....	6
4. インフレーション.....	9
5. ルーブル高.....	11
6. 歳入.....	13
7. 歳出.....	14
8. 安定化基金.....	15
9. 家計部門.....	16
10. 銀行部門.....	18
11. 金融市場.....	20
付録 I : 主要指標の予測値.....	22

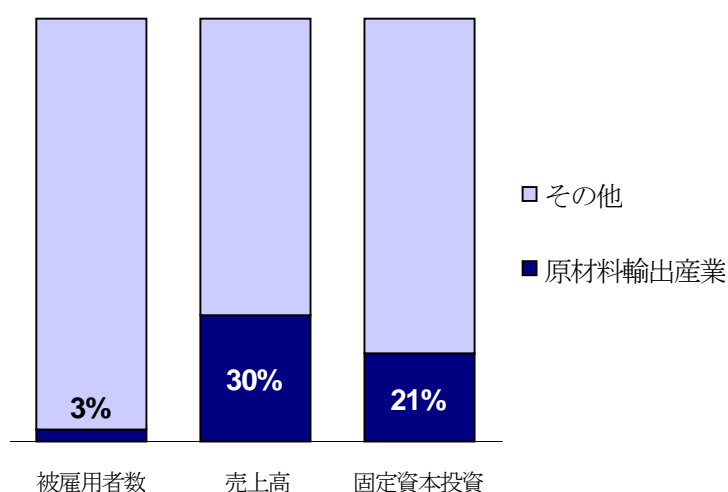
1. 安定化政策の限界

1998年のロシア経済危機後、ロシア経済は成長基調にあるものの、構造的不均衡の解消や天然資源依存経済からの脱却には完全に至っておらず、経済政策の見直しが図られている。

1.1. **1998年危機後の経済成長**：ソ連崩壊後に誕生したロシアは、1998年のルーブル危機以降、未曾有の経済成長を遂げている。危機後の経済成長は目覚しく、同国のGDPは1999年から年平均6.7%の拡大を続けている。実質可処分所得に至っては年平均成長率が11.1%に達している。その結果、この7年間でGDPは60%近く増加し、実質可処分所得は倍増した。このようにマクロ経済の安定化はほぼ実現したものの、主要輸出品市況の悪化懸念が広まり、現在の政策で同国の経済発展を維持拡大することができるのか強く疑問視する声が上がっている。

1.2. **構造的不均衡**：力強い経済成長も、外需セクターと内需セクターの不均衡解消には寄与しておらず、経済発展の足腰は不安定な状況である。基幹セクター間、すなわち原材料輸出産業（エネルギー・原材料等）と内需関連産業（製造業・建設業・農業）の質的格差は拡大を続けている。収益性・投資状況・賃金等の生産競争力を決定付ける指標にそうした格差は表れている。被雇用者の半数を占めるロシアの製造業・建設業・農業部門においては、設備更新、労働力、資金といった成長に繋がる主要な投資を実際に削減しつつある。（図1参照）

図1. 構造的不均衡, 構成比(%)



出典：ロシア連邦国家統計局(Rosstat)データに基づきロシア総合戦略研究所(ICSS)が推定

1.3. **政策転換**：政府目標を意識しながら経済成長を持続していくためには、現在のマクロ経済安定化政策ではもはや十分なものとは言えなくなっている。（2002～2004年、2003～2005年、2005～2008年の三期間について策定された）ロシア社会経済発展中期計画では、生活水準向上と貧困撲滅、実効力のある社会体制構築、経済の革新的発展、経済の近代化、および製造業の輸出拡大が重点政策目標として掲げられていたが、個々の計画レベルでは完全に実施されているとは言い難い。マクロ経済安定化と制度構築を拠り所とした結果、それらの政策が必要ではあるが、経済成長モデルにおける質的転換をもたらすには不十分なものであることが明らかになったのである。そのため、第一次産業（農林水産業）中心の経済構造から、第二次産業（製造業）を軸とした経済構造への移行を実現するために、ロシア政府は製造業発展に繋がる経済政策の策定に躍起となっている。

2. 各産業部門のGDPとその成長

商業サービス業および建設業は非常に好調であるが、製造業の不振により、GDP成長は徐々に鈍化しつつある。

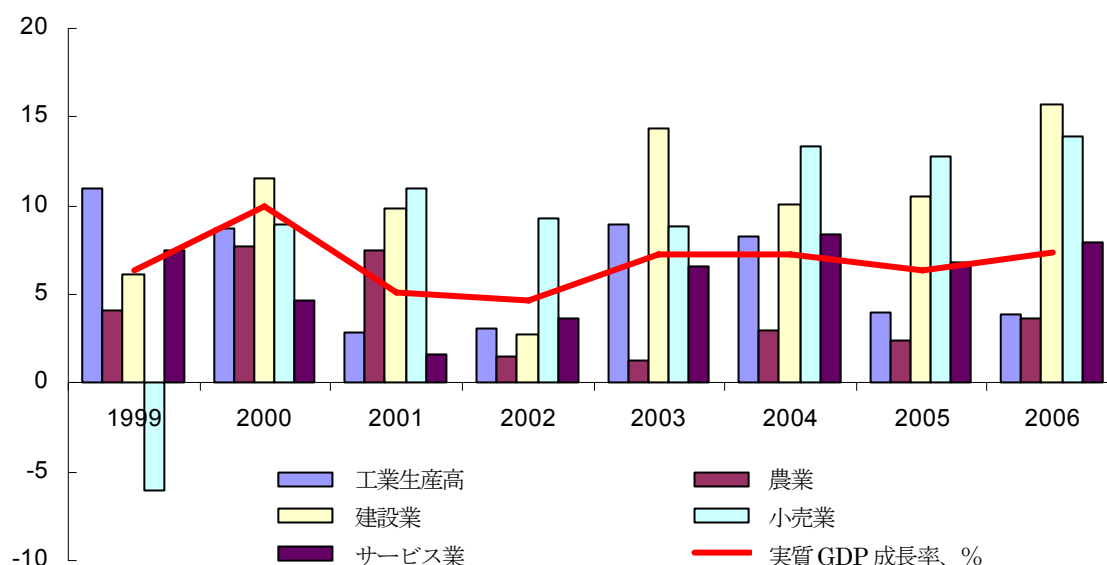
2.1. **GDP 成長率**：2006 年の GDP 成長率は 7.4%であり、2000 年の 10%から減速している。1998 年以降の成長過程は、以下の 3 つの局面で説明できる。

1999～2001年の年平均GDP成長率7.1%は内需主導によりもたらされた。ルーブル危機後のこの時期は、国内市場にほとんどの関心が向けられ、それまで利用されずにいた遊休設備や遊休労働力を活用することで成長が生み出された。

2002～2004年の年平均GDP成長率6.4%は輸出主導によりもたらされた。GDP成長に対する寄与率の60%程度は、輸出額増加および原油価格上昇によるものである。残る40%は国内要因によるものであり、1999～2001年とは国内外のウェイトが逆転している。急激にルーブル安が進行したことで輸入頼みの国内市場が減速すると同時に、それまで企業にとっては追加投資を行わなくとも生産高を増加させることができる都合の良いリソースであった遊休資産も底をついたため、内需主導からエネルギー・原材料輸出主導への移行が進んだといえる。

2005～2006年の年平均GDP成長率は6.9%と再び成長は早まった。ロシア経済発展貿易省は、2007年の成長率が7.6%に達するとの見方を示している。GDP成長率の上昇は、主に商業と建設業の急速な成長によるものであり、前期と比べて減速している工業生産の落ち込みが補われた形であった。2006年のGDP成長率をみると、GDPの18.4%を占める商業が13.9%の上昇、同じく4.9%を占める建設業が15.7%の上昇であったのに対し、27%を占める製造業は3.9%の上昇にとどまっている。(図2参照) 他の産業部門と比べ、かなり速い成長を遂げている商業と建設業が、ロシアの経済成長を支えているといえる。

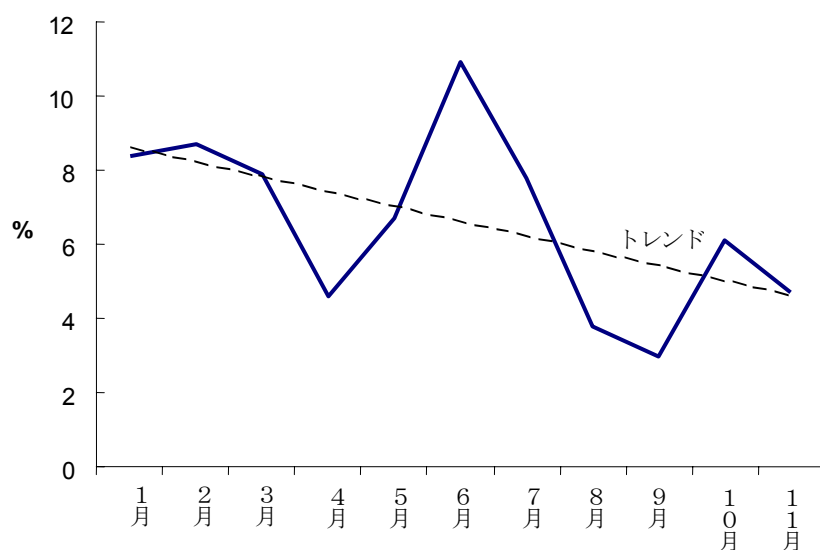
図2. 各産業部門の成長率(1999～2005年) , 前期からの変化率(%)



出典：ロシア連邦国家統計局(Rosstat)

2.2. **工業生産高**：2007 年の工業生産高は 6.3～6.5%上昇すると見込まれている。しかし、国内製造業は第 1 四半期終了時点で前年同期の工業生産高成長率 8.4%に達していない。そのため、中期的には成長率が 5%に減速するとみられている。工業生産の減速傾向は、貿易財の製造者が直面する問題、すなわち実質的なルーブル高によるロシア国内企業の価格競争力低下に起因している。加えて、ロシアにおける家計所得増加や市場対外開放が進むにつれ、製品品質等に価値を求める声も強まっており、国内企業にとっては価格以外の面での競争力も重要性を増している。

図3. 工業生産高成長率(2007年), 前年同期からの変化率(%)



出典：ロシア連邦国家統計局(Rosstat)

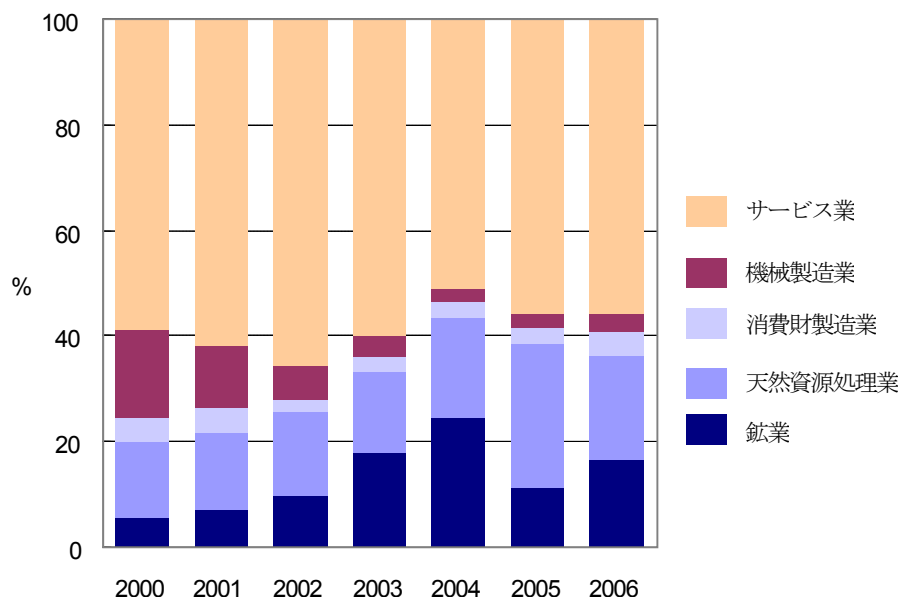
2.3. **設備投資**：2006年に13.7%上昇した固定資本投資は、2007年にも18%程度上昇するとみられている。設備稼働率が上昇する一方、設置導入後20年を超える固定資産も増えていることから、設備投資の勢いが増すのは決定的であるが、それはコモディティーセクター以外に限られている。インフラ関連および原材料輸出産業の投資意欲が旺盛で、2006年の固定資本投資における50%程度を占めている。一方で製造業については投資全体に占める割合が低下する傾向にある。

内部資金と外部資金の源泉別の配分は過去2年間でほとんど変化していないが、予算財源の利用が増加している。2002年に19.9%であった予算財源が設備投資資金総額に占める割合は、2005年に20.7%へ微増している。内部資金が設備投資資金総額に占める割合は45%程度で変わっていない。

ロシア中央銀行の統計によると、対外直接投資額は、1999年30億ドルから2006年の280億ドルに着実に増加している。2007年1～9月のデータでも、対外直接投資額は引き続き増加しており、その額は360億ドルに達している。しかし、累積対外直接投資残高がGDPに占める現時点での割合は24%と、他の新興経済諸国の平均(南米諸国30%、中東欧36%、東南アジア43%)を下回っている。

対外直接投資額は増加しているものの、ロシア経済の多様性にもかかわらず、投資が向かう産業の偏りは解消されていない。対外直接投資は輸出志向産業(鉱業、天然資源処理)およびサービス業(輸送、通信、小売、卸売)に集中している。2006年の対外直接投資額が約90%をこれらの産業が占めており、その傾向はここ数年変わっていない。(図4参照)

図4. ロシアへの対外直接投資額構成(%)



出典：ロシア連邦国家統計局(Rosstat) データに基づきロシア総合戦略研究所(ICSS)が推定

見通し：中期的には経済成長やGDP成長率の安定性に若干の障害が生じ、成長率は6%前後の水準となると思われる。

製造業：原材料、燃料、エネルギー資源産業に比べ、製造業の成長が早くなる傾向が現れると考えられる。また、消費財産業は劇的な成長を遂げると予想される。鉱業生産の成長にブレーキがかかる要因としては、資源埋蔵量の減少や、効率的な採掘が難しい中小鉱床への可採埋蔵量集中が挙げられる。

投資：ロシア経済は製造技術の発展や近代化およびストック資源拡大に向けた投資需要が引続き旺盛である。投資主導による経済成長強化が求められている。力強い投資の成長のためには、国民総貯蓄をしっかりと企業の資本形成に利用していくことが重要である。

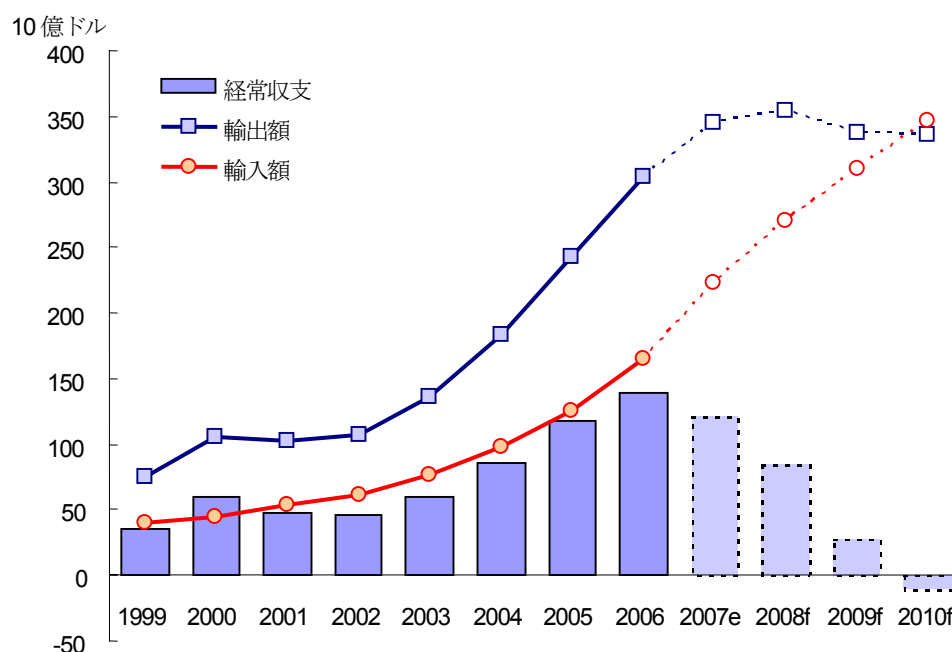
	2007	2008	2009	2010
GDP成長率, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	107.3	106.4	106.0	106.3
コンセンサス(ロシア専門家)	107.4	106.7		
国際通貨基金	107.0	106.5		
製造業生産高成長率, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	106.0	105.2	104.9	105.2
コンセンサス(ロシア専門家)	106.4	105.7		
固定資本投資成長率, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	118.2	113.2	110.9	112.0
コンセンサス(ロシア専門家)	118.4	115		
対外直接投資, 10億ドル				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	41.0	39.0	41.0	44.0

3. 国際収支

輸出量の伸びの鈍化と輸入量の急上昇により、経常収支は悪化している。対外政府債務は減少したが、企業による海外からの借入れが増加している。

3.1. **経常収支**：GDPの9.8%に相当する961億ドルであったロシアの2006年経常収支は、今後短期的には悪化すると考えられる。(図5参照) 原油価格低下で輸出額は落ち込む可能性があるが、それを埋め合わせる代替産品が不足している。また、所得増加により消費財の国産品から輸入品への需要シフトが発生することに加え、ルーブル高により国内製造業者の価格競争力が低下するため、輸入額が急速に増加するとみられている。

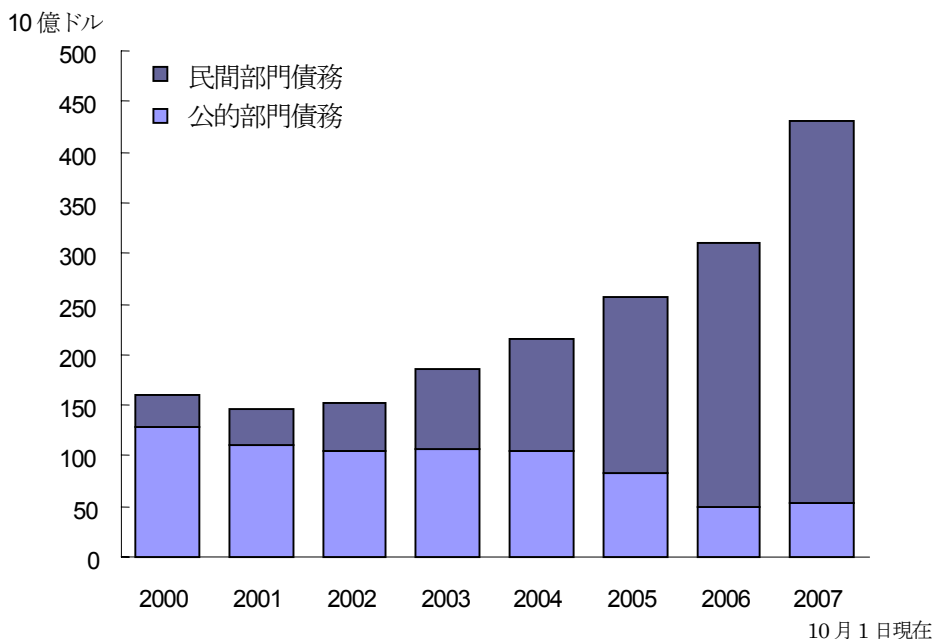
図5. 輸出入額と貿易収支



出典：ロシア連邦経済発展貿易省(MEDT)による予測

3.2. **資本移動および対外債務**：最近のロシアの対外債務のダイナミズムは、1) 公的債務の減少と2) 国内銀行および非金融企業による海外資本の積極的な導入という、2つの対照的なトレンドが後ろ支えとなっている。(図6参照) ロシア政府がパリクラブの債権者と国際通貨基金(IMF)に対し前倒返済を行ったことで、公的部門の債務は過去4年間で530億ドルまで減少した。対照的に、民間部門は資本市場へのアクセスが容易になり、世界中の貸し手からの信用も高まってきたため、海外資本を積極的に利用するようになり、対外債務は増加した。その結果、ロシアの対外債務構成は大きく変化し、1999年にわずか16%だった民間部門の債務割合は、2007年には88%に達している。現在、民間部門の債務はGDPの36%に相当するとみられており、今後の累積債務がロシア経済の破綻の可能性を高めるとともに、国内業者にとっては為替リスク拡大を招く危険性が取り沙汰されている。

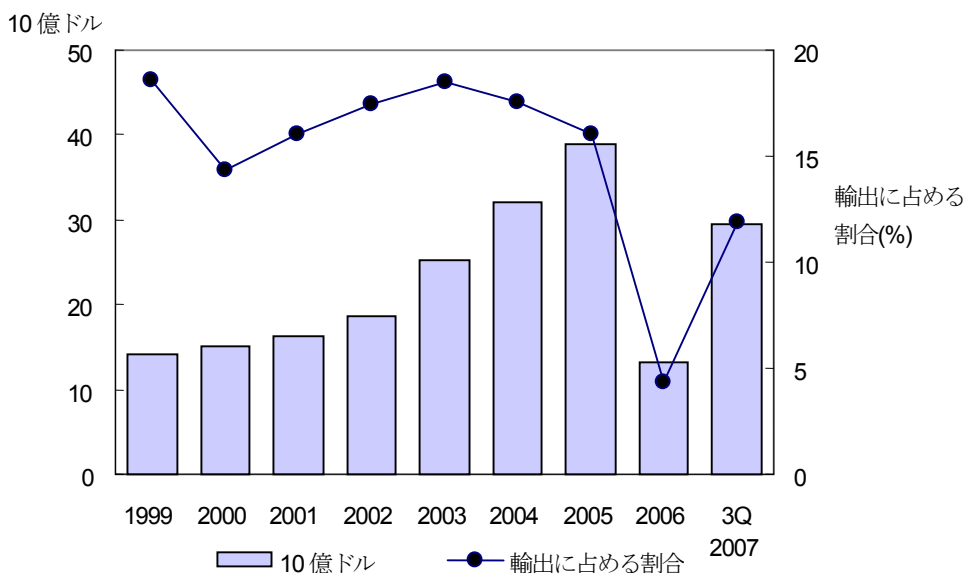
図6. 公的部門と民間部門の対外債務(10億ドル)



出典：ロシア中央銀行データ

3.3. **資本逃避**：ロシアの国際収支構造における特徴として、大規模な資本逃避が挙げられる。資本逃避という現象はロシア経済に対する投資家の信頼感を反映したものと考えられる。資本逃避は資金の自国内への還流を伴わない輸出や架空の輸入契約等を含む国際収支統計に基づき算出される。2007年の1～9月のデータのみをみれば限り安定性に欠けているようであるが、最近のロシアからの資本逃避は総じて減少傾向にある。(図7参照)

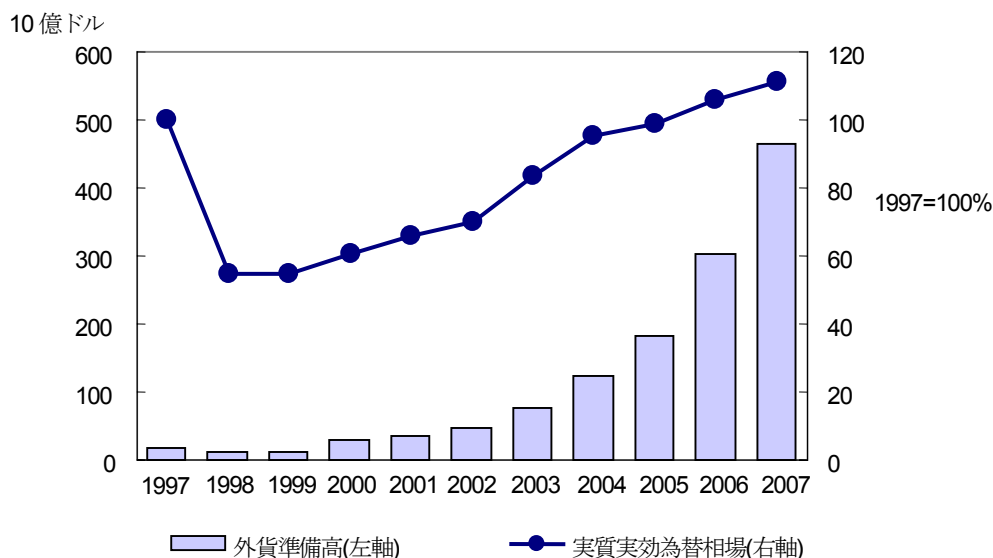
図7. ロシアからの資本逃避



出典：ロシア中央銀行データに基づきロシア総合戦略研究所(ICSS)が推定

3.4. **外貨準備**：1998年以降、経常黒字が増加してきた結果、外貨供給は増え、ルーブル高の圧力が生じている。(図8参照) ルーブル高の行き過ぎを防ぐため、ロシア中央銀行は外国為替市場に介入し、外貨準備を積み上げてきた結果、中国・日本に次いで3番目に外貨準備高が多い国になっている。将来の経常黒字減少はルーブル安圧力となるかもしれないことを見越して、外貨準備高拡大のスピードを抑えようとしているようである。

図8. 実質実効為替相場と累積外貨準備高の推移



出典：ロシア中央銀行データに基づきロシア総合戦略研究所(ICSS)が推定

3.5. 外国為替自由化：当初は2007年1月1日に予定されていた資本規制撤廃は、2006年の大統領年次教書演説後に前倒しで実施された。資本自由化によって、ロシアへ投資する海外投資家は、利益や投資資金を本国に還流させることが容易となった。しかし、ロシア経済は外的ショックに対し脆弱なため、万一、国際収支に重大な赤字が生じた場合は、ロシア政府は資本規制を復活させる可能性が高い。

見通し：2008～2010年にはエネルギー資源と金属の価格低下が予想される。その場合でも、国内における輸入需要は引き続き旺盛であり、経常収支はかなり減少すると思われる。

2007年以降、民間部門への資本流入超過が予想されている。投資環境の改善とロシア企業の発言力向上により、債券発行を含む資金調達や海外市場での新規株式公開(IPO)が容易となったことで、ロシアに対する海外からの投資拡大傾向は決定付けられたといえる。

このような状況の下で、外貨準備高は引き続き増加していくとみられている。

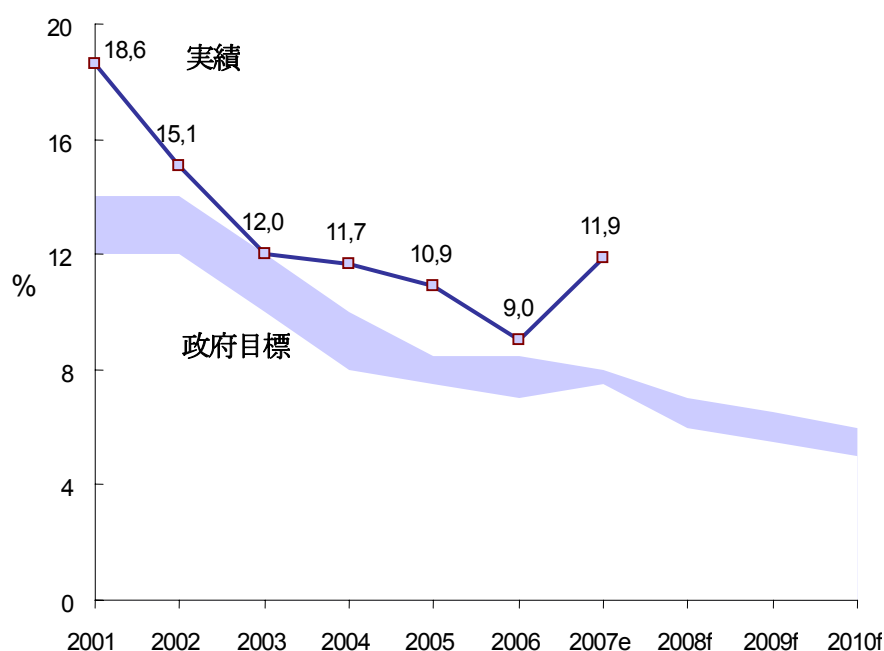
	2007	2008	2009	2010
輸出額, 10億ドル				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	345.0	354.0	336.7	336.2
コンセンサス(ロシア専門家)	340.3	364.3		
輸入額, 10億ドル				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	223.5	270.4	309.3	346.5
コンセンサス(ロシア専門家)	221.0	274.6		
貿易収支, 10億ドル				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	121.5	83.6	27.4	-10.3
コンセンサス(ロシア専門家)	119.3	89.7		
経常収支, 10億ドル				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	50.7	15.2	-17.7	-46.4
コンセンサス(ロシア専門家)	74.7	44.3		
国際通貨基金	61.7	42.8		

4. インフレーション

2007年の対前年比消費者物価指数は上昇しており、ロシア政府当局の掲げる目標インフレ率の達成は困難となった。

4.1. **インフレ防止策**：ロシア政府は今もなおインフレを押さえ込もうと苦労を重ねている。過去数年間をみると、2001年に18.6%であった消費者物価上昇率は、2006年には9%と半減している。しかし、2007年には再び増勢に転じて2ケタの上昇に戻すと予想されており、政府のインフレ目標7.5~8%をかなり超えそうである。結局、現在のインフレ防止策では、インフレ目標を完全に達成することは難しそうである。(図9参照)

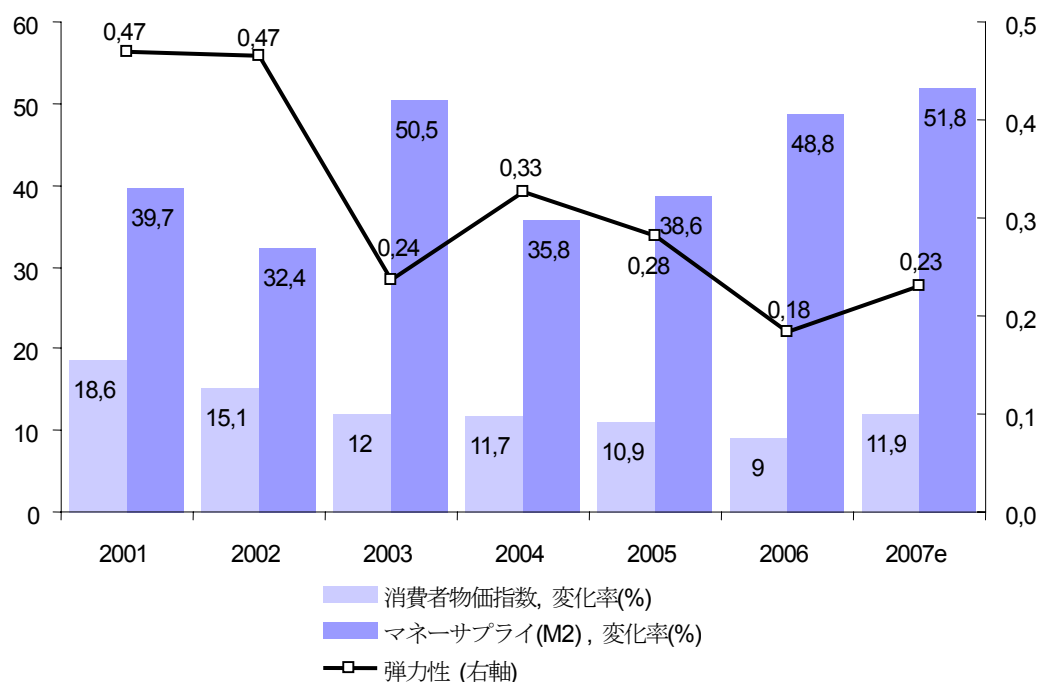
図9. 政府のインフレ目標と実際の消費者物価上昇率(2001~2007年) , 前期からの変化率(%)



出典：ロシア総合戦略研究所(ICSS)による推定およびロシア連邦経済発展貿易省(MEDT)による予測

4.2. **マネーサプライに対するインフレ心理を緩和する貨幣需要の伸び**：2003~2007年の期間は、その前の期間と比べてマネーサプライが大きく伸びたにもかかわらず、インフレは徐々に収束していった。この状況は、マネーサプライに対するインフレ心理の低下と非貨幣的要因の増加によって説明が可能である。

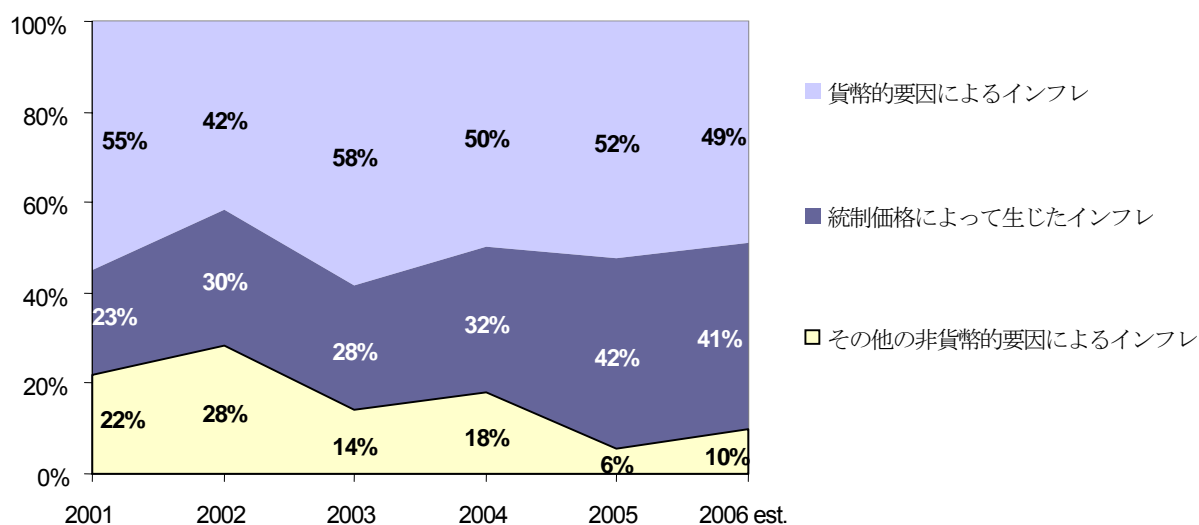
図10. 消費者物価指数とマネーサプライの推移(2001～2007年), 変化率(%)



出典：ロシア中央銀行, ロシア連邦国家統計局 (Rosstat)

4.3. 非貨幣的要因によるインフレ: インフレは主として非貨幣的要因で発生し、統制価格や地域的独占に左右される。住宅や公共サービス、ガソリン価格等を対象とした統制価格は、消費者物価指数の根幹を成す要素である。(加えて、小売食品やガソリンの価格については、ますます競争原理が働かなくなっている。) 2000年を基準に比較すると、消費者物価指数は2倍の上昇、貨幣的要因の影響を受けやすい非食品価格もわずか60%の上昇にとどまっているのに対し、上記統制価格は6倍に上昇している。非貨幣的要因によるインフレが強まったことで、過去3年間の消費者物価の低下傾向は若干減速してきている。(図11参照)

図11. 貨幣的インフレと非貨幣的インフレ(2001～2006年) (%)



出典：ロシア総合戦略研究所 (ICSS) による推定

見通し：公式発表によると、今後のインフレ率の見通しは2008年6～7%、2009年5.5～6.5%、2010年5～6%となっている。民間の予測はこれよりも幾分高めとなっている。

加速度的に増加するマネーサプライや、公益事業改革および特定財の非効率性といった構造的要因が、今後のインフレの主要因として挙げられている。

	2007	2008	2009	2010
消費者物価指数, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	107-108	106-107	105.5-106.5	105-106
コンセンサス(ロシア専門家)	110.2	108.4		
国際通貨基金	108.1	107.5		

5. ルーブル高

ルーブル高とその結果生じる輸入増加により、国内向け産業や輸出業者へは打撃があるが、資本調達は容易になる。

5.1. **通貨政策のトレードオフ**: インフレ抑制とルーブル高のバランスは通貨政策におけるトレードオフといえる。インフレを防止できる水準の為替レートへ誘導するということは、インフレ目標水準に達したところで(主要な貿易相手国の通貨バスケットに対するルーブルの)実質実効為替レートの上昇を止めるという難度の高い対応である。インフレ抑制を最優先と考えたロシア中央銀行は、原油価格下落が経済成長の減速に繋がる可能性に懸念を示しながらも、一層のルーブル高を容認する姿勢を示している。

5.2. **為替レートのダイナミズム**: 相当程度の対外不均衡があるため、名目為替レートは2002年から2007年末までに30%上昇し、1ドル=24.5ルーブルとなっている。その結果、ルーブルの実質為替レートは、1998年のルーブル切下げ以前の水準になっている。(図12参照) 最近の実質実効為替レート指数は、常に政府予測を上回る水準で推移している。(図13参照)

図12. ルーブルの実質為替相場

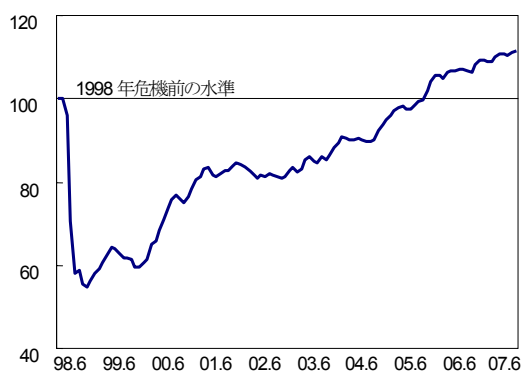
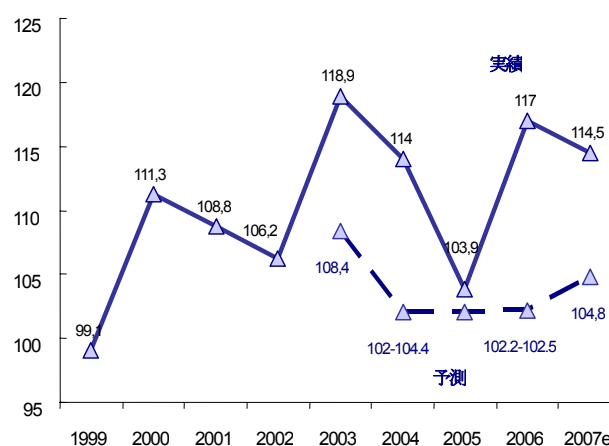


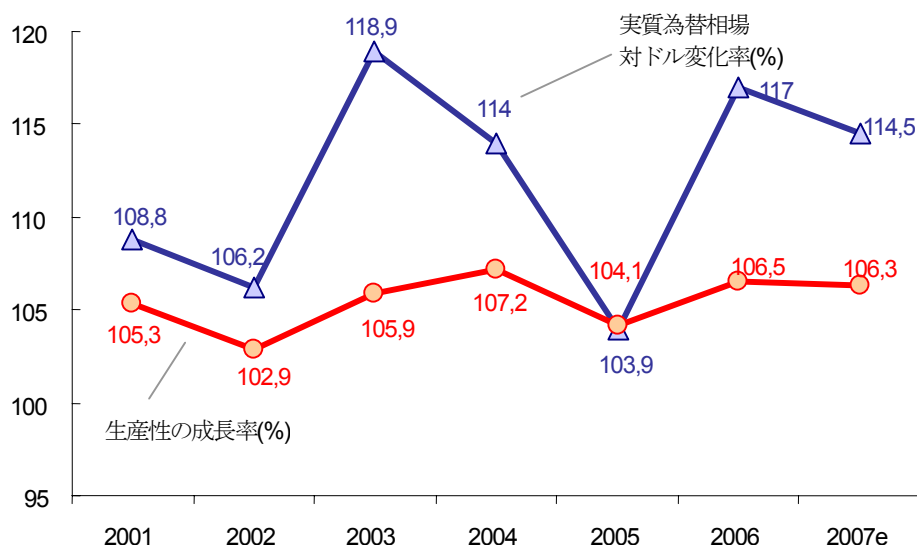
図13. ルーブルの実勢相場



出典：ロシア中央銀行データ、ロシア連邦経済発展貿易省(MEDT)による予測

2002年以降のルーブル上昇率は、生産性の成長率を上回っているため、輸入品に対する価格競争力は低下することになり、国内向け産業にマイナスの影響が生じている。(図14参照)

図14. ルーブルの実勢相場と生産性の推移

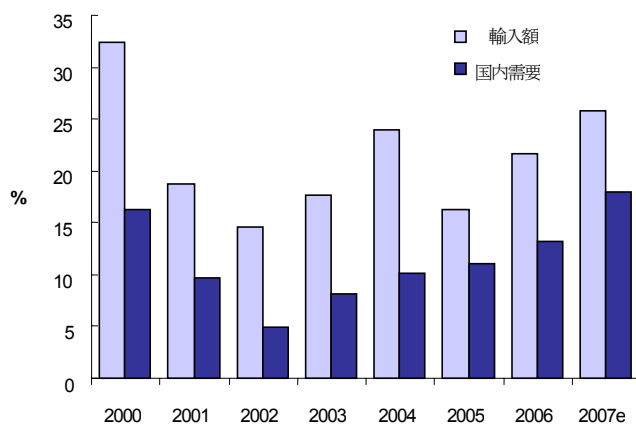


出典：ロシア中央銀行データに基づきロシア総合戦略研究所(ICSS)が推定

5.3. **ルーブル高効果**：国内市場における輸入品のシェア急増により、輸入品の影響を受けやすい産業(例えば自動車等)では、ルーブル高の下で輸入品に対抗することができず、苦しい戦いを余儀なくされている。国内生産者の産業競争力低下を受けて、輸入額の伸び率は国内市場成長率の1.5倍のスピードとなっている。(図15参照) 一方で、輸出収益性が低下していることで、限定的な投資余力しか持たない輸出製品業者は、製品の品質改善や生産量の拡大を行うことができなくなっている。

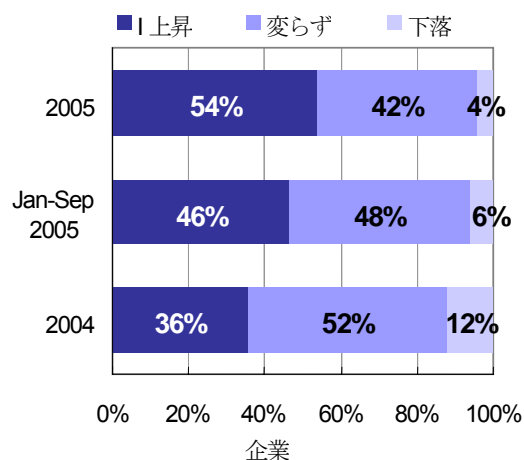
総合戦略研究所(ICSS)が移行期経済研究所(IET)の協力により2005年に実施した調査によれば、「ロシア国内企業にとってはルーブル高によるメリットよりも、当面はデメリットの方が大きい」という。幹部は、国内市場における輸入品シェアの拡大は恒久的な性格を持つと、回答している。(図16参照) 対象企業の54%が「競争力を維持するための他の手段がないため、人件費削減を迫られている」と回答している。さらに「輸入品との競争により、国産技術革新が促進されるか」という問いに対しては、「極めて限定的である」との回答が寄せられたという。

図15. 国内需要と輸入額の推移



出典：ロシア連邦国家統計局(Rosstat)データに基づきロシア総合戦略研究所(ICSS)が推定

図16. 国内市場における輸入品のシェア



出典：ロシア総合戦略研究所(ICSS)による調査

見通し：2008年にはルーブルの名目実効為替レートが安定するとみられる。2009年には経常収支黒字の減少により、名目ベースでは若干のルーブル安となるであろう。但し、インフレが継続するため、実質ベースでルーブル安となるのは、2010年以降とみられる。

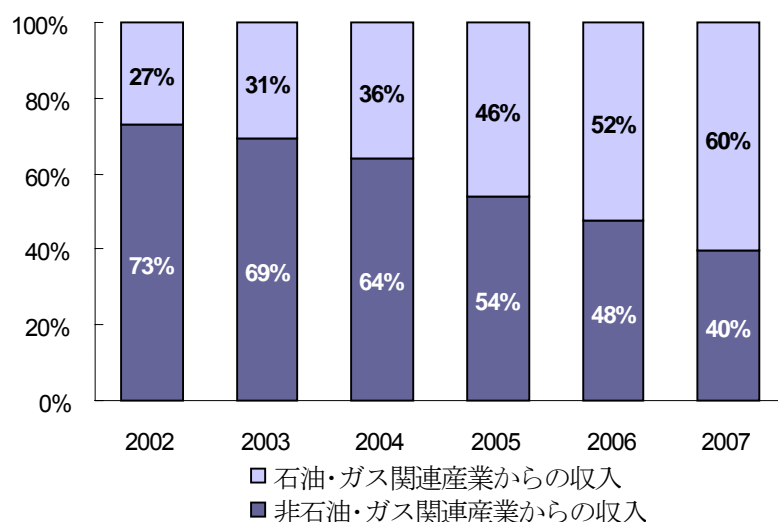
	2007	2008	2009	2010
ルーブル/USドル 名目為替相場, 年平均				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	25,7	25,3	25,7	26,5
ルーブル/USドル 名目為替相場, 年末				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	25,2	25,3	26,1	26,9
コンセンサス(ロシア専門家)	24,8	24,5		
実質実効為替相場指数, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	104,6	102,7	101,0	100,0

6. 歳入

歳入は黒字であるが、法人税負担は軽減されず。連邦予算改革により地方予算は削減されることに。

6.1. **予算収支**：2000年以降、連邦予算およびは何れも黒字となっている。2006年にGDPに占める割合をみると、連邦予算が7.4%、統合予算が8.4%となっている。しかし、予算政策は経済成長確保ではなく、歳入確保に重きをおいたものになっているため、新たな減税や企業の発展に繋がる刺激策は凍結されたままである。原材料輸出産業の著しい成長により、内国税と関税に占めるエネルギー資源輸出業の割合が上昇している。工業生産の伸びが鈍化していることで、石油・ガス輸出に対する歳入依存度は増大している。(図17参照)

図17. 連邦予算歳入における石油・ガス関連産業への依存度



出典：ロシア財務省、国際通貨基金（IMF）による推定

6.2. **連邦予算**：連邦予算と地方予算の配分割合が変わり、地方政府への財政移転は減少している。連地方予算の削減が続いており、2004年には44%であった統合予算における地方予算の割合は、2006年には35%まで減少している。(表1参照) 地方間の格差も目立ち、ロシアの地方政府の中で自立しているのは23%に過ぎず、大部分は移転財源頼みの状況である。

表1. 政府予算関連の基本指標

	2004		2005		2006	
	\$ 10億	% 対 GDP	\$ 10億	% 対 GDP	\$ 10億	% 対 GDP
統合予算						
歳入	188.4	31.8	269.1	35.2	391.6	39.7
歳出 (+)	161.9	27.4	210.1	27.5	308.5	31.3
剰余 (+) / 損失 (-)	26.4	4.5	59.0	7.7	83.1	8.4
連邦予算						
歳入	118.9	20.1	181.2	23.7	230.9	23.4
歳出 (+)	93.6	15.8	124.2	16.2	157.5	16.1
剰余 (+) / 損失 (-)	25.4	4.3	57.0	7.5	73.4	7.4
地方予算						
歳入	83.4	14.1	106.1	13.9	139.7	14.1
歳出 (+)	82.4	13.9	104.0	13.6	134.6	13.6
剰余 (+) / 損失 (-)	1.0	0.2	2.1	0.3	5.1	0.5
枠外予算基金						
歳入	41.0	7.0	57.2	7.5	61.5	6.9
歳出 (+)	38.7	6.6	54.3	7.1	58.7	6.6
剰余 (+) / 損失 (-)	2.3	0.4	3.0	0.4	2.8	0.3

出典：ロシア財務省、ロシア連邦国家統計局 (Rosstat)

7. 歳出

社会インフラ整備を求める声に応えるため、予算の安定化に留意しながらも政府歳出は増加している。プロジェクトベースの新たな歳出の形として、国家プロジェクトや投資ファンドが登場している。

7.1. **歳出構造**：政府および公的部門のニーズに基づく社会インフラ整備のための予算支出は、必要な資金規模と実際の調達可能資金額にギャップが生じやすい。公的部門へ貯蓄が集積してしまい、国内総貯蓄と投資額にギャップが生まれていることから、今後実行される投資規模を見込んだ政府歳出が増加しているといえる。

7.2. **歳出のダイナミズム**：ロシア財務省はマクロ経済の安定化議論に基づく緊縮財政を支持している。不胎化政策における予算の役割は、インフレ防止策の一手段であると同時に、安定化基金を通じた過剰流動資金の吸上げである。安定予算確保という目標は、今後3年の政府歳出入の基本的な方向性を示しながら、中期的な予算策定に際して掲げられるものである。最近では、二重予算モデルという概念も登場しており、石油価格動向に応じて二種類の歳入シナリオを策定することが行われている。

ロシア財務省の強気姿勢に加え、非金利支出水準の上昇はGDP成長率をわずかに上回っているに過ぎないことにより、予算政策は依然として厳しい。(表2参照) 2007年11月までのデータによると、GDPが前年対比で15.1%上昇しているのに対し、歳出は17.7%増加している。

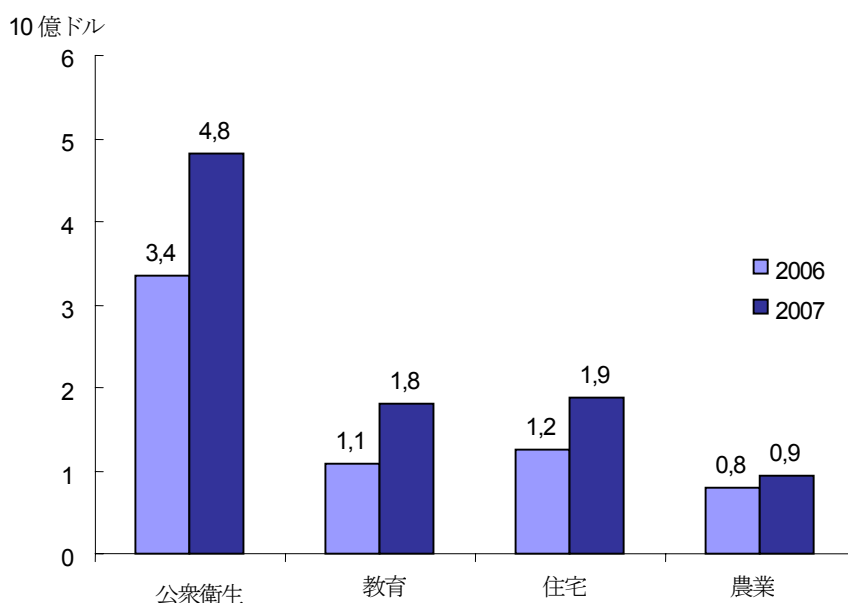
表2. 連邦予算歳入の分配

	2005		2006		2007 1-10月	
	\$ 10億	% 対 GDP	\$ 10億	% 対 GDP	\$ 10億	% 対 GDP
歳出合計	124.2	16.3%	157.5	16.1%	160.3	15.8%
内政関連	10.3	1.3%	13.3	1.4%	13.1	1.3%
国家安全保障	36.5	4.8%	45.3	4.6%	42.3	4.2%
文化・社会関連	16.8	2.2%	22.7	2.3%	20.9	2.1%
公共公益事業部門	9.2	1.2%	14.9	1.5%	14.1	1.4%
地方政府予算等への補助	17.2	2.3%	21.5	2.2%	26.4	2.6%
枠外予算基金への移管	26.8	3.5%	33.6	3.4%	38.7	3.8%

出典：ロシア財務省

7.3. プロジェクトベース予算支出の発展：従来の政府目標プログラム(Federal Target Program : FTP)が、目標達成のために大量のリソースを集中投下する運用とはなっていなかったのに対し、リソースを集中させることで予算支出の効率性を高めるプロジェクトベース予算という新たな形が登場した。ロシアにおいては2006年に農業、教育、住宅、そして公衆衛生の発展を目指す国家優先プロジェクト(National Priority Project)が立ち上げられた。(図18参照) プロジェクト導入にあたっては高度な政治的調整が働き、特別な調整組織が設けられた。2006年に65億ドル、2007年には94億ドルが連邦予算から国家優先プロジェクトに対する直接支出として予算化されたとみられている。

図18. 国家プロジェクトに対する予算手当(2006~2007年)



出典：ロシア総合戦略研究所(ICSS)による推定

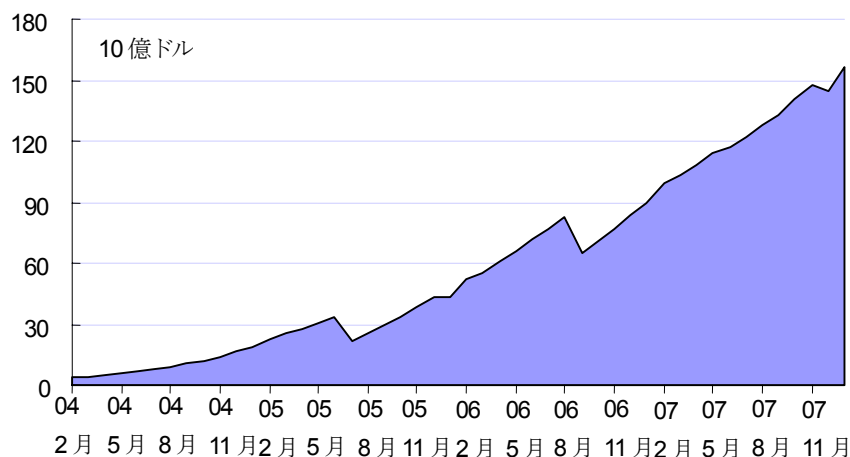
8. 安定化基金

安定化基金の運用政策は、現時点の経済に与える影響と将来の安定化というトレードオフの観点で見直されようとしている。

8.1. 安定化基金の規模と収益性：国際通貨危機およびパリクラブ等に対する債務の前倒返済や、年金基金の補填を積極的に行ってきた上でなお、2008年1月時点の同基金総額は1565億ドルに達している。(図19参照) 同基金は、最低残高が5000億ルーブル(現在の為替レートで203億ドル)を超えていれば、連邦予算の赤字穴埋め等に充てられることになっている。同基金からの拠出は、拠出年度の連邦予算法(the federal budget law)規定に

従うものとされている。2006年7月以降の1年半におよぶインフレ局面において、同基金の資金は外国通貨(米ドル、英ポンド、ユーロ)やトリプル A 格付の外国政府債券へ投資されてきた。ロシア財務省によれば、2007年末の投資リターンは1519億ドルに達したという。2007年通期の平均運用元本を3兆ドルと見なせば、年平均利回りは約5%に相当し、インフレ率の半分以上の水準となっている。

図19. 安定化基金の規模



出典：ロシア財務省

8.2. 安定化基金が抱えるリスクと予想される政策変更：貯蓄と投資のギャップ拡大や過剰流動性の不胎化、金融システムにおける流動性減少等を考慮した上で、基金の将来の利用計画が策定されている。そうした将来の計画の中でも、企業の税負担を軽減して投資資金を生み出す税制改革や、投資基金やその他の開発系銀行をより広範に活用することで投資計画を実現していく官民協働の資金調達の実施等が、よく知られている。

2007年11月、様々な開発支援機関(ロシア開発銀行、ロシア国内のナノテク企業、投資基金等)に対し、安定化基金から118億ドル拠出することがロシア政府によって決定された。連邦予算からも追加拠出される予定である。(表3参照)

表3. 開発支援機関に対する資金供与

	安定化基金	連邦予算
ロシア開発銀行	7.1	
ロシア国内のナノテク企業	1.2	3.9
住宅・公共サービス改革推進基金		9.4
投資基金	3.5	
合計	11.8	13.4

2008年2月には、安定化基金が予備資金ファンド(GDPの10%に相当する1310億ドル)と国民福祉ファンド(255億ドル)に分割される予定である。予備資金ファンドは外国通貨や海外金融資産で運用されることになっており、将来的には予算の赤字補填に利用される可能性もある。国民福祉ファンドのうち約122億ドル(3000億ルーブル)は開発機関への出資金とされ、残額は年金基金の補填に用いられる予定である。

9. 家計部門

実質所得の伸びにより個人消費は押し上げられているが、社会的不平等は改善されていない。賃金の伸び率は生産性の上昇を上回っている。

9.1. **絶対値は小さいながらも高成長**：国際比較においては、平均所得水準は依然低いままである。2006年のロシアの国民一人あたり名目 GDP は 6300 ドル(ポルトガルの約 40%に相当)となっている。なお、ロシアの GDP を購買力平価基準でみるとポルトガルの約 55%の水準となっている。実質所得は高い伸び率を示しているが、賃金の上昇率と生産性の上昇率には関連性がないように思われる。(図 20 参照) 過去 2 年間、賃金の増加は生産性の上昇を大きく上回っている。最も賃金水準が高いのは鉱業・原材料生産部門である。(図 21 参照)

図20. 賃金と生産性の成長(2000年を100%とする)

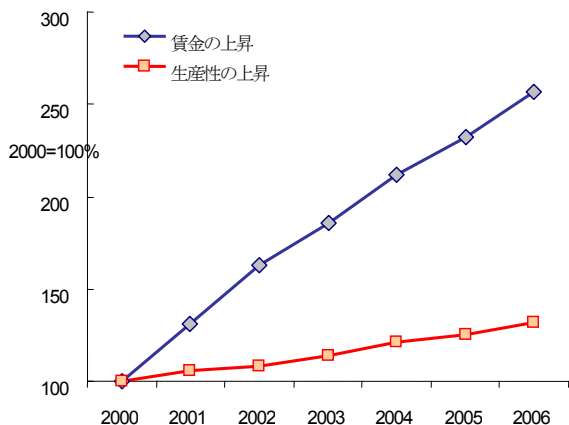
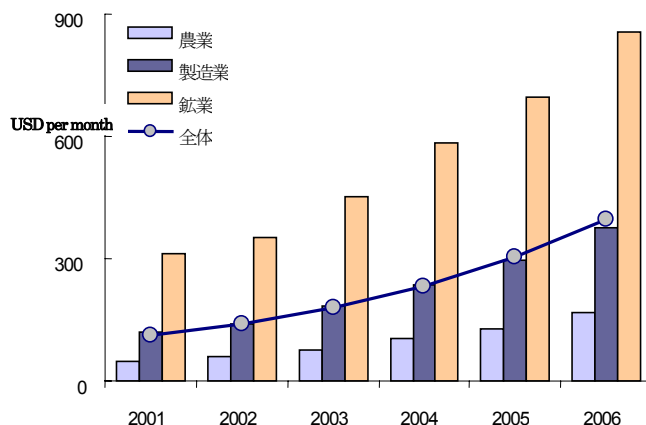


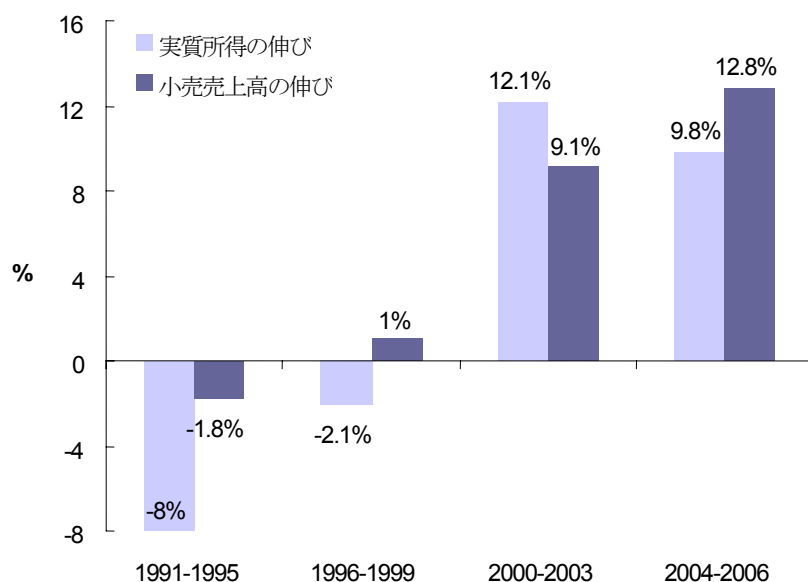
図21. 各産業部門の賃金上昇



出典：ロシア連邦国家統計局(Rosstat) データに基づきロシア総合戦略研究所(ICSS)が推定

9.2. **小売業の躍進**：賃金増加により個人消費が刺激されている。1990年代後半と比べても、賃金の伸びを上回る勢いで小売売上高はさらに強い伸びを示している。(図 22 参照) 小売業の躍進は所得増加だけでは説明できず、小売売上高を牽引する主因のひとつである消費者信用の供与拡大が寄与するところが大きいといえる。2001年以降、消費者ローン残高は毎年倍増している。

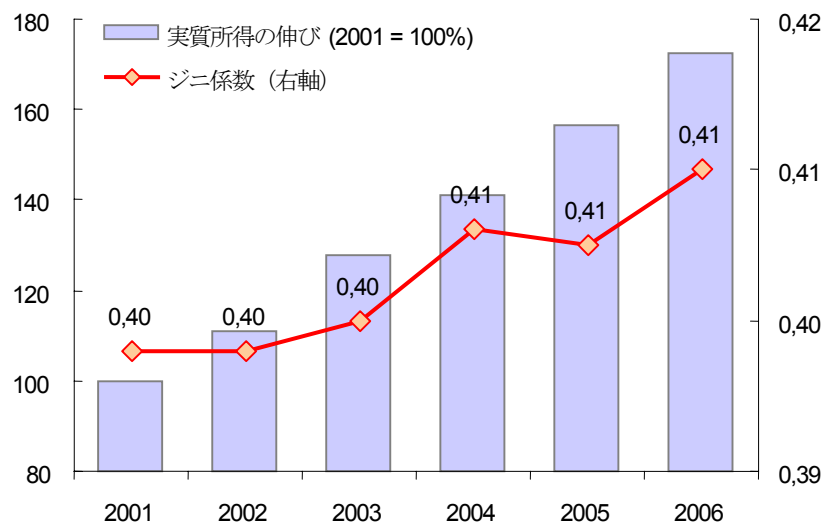
図22. 実質所得の伸びと小売売上高の増加, 前期からの変化率(%)



出典：ロシア連邦国家統計局(Rosstat) データに基づきロシア総合戦略研究所(ICSS)が推定

9.3. **残る不平等**：過去数年にわたる所得増加も、貧困や社会的不平等の解決には繋がらなかった。ジニ係数からは所得分配の不平等さが大きいことが見て取れる。(図 23 参照) 従って、現在の経済成長は一部の富裕層が恩恵に与っているに過ぎず、所得分配が平等に行われているとは言い難い。結果的に、高所得者層と低所得者層が明確に区分され、低所得者層の個人消費の成長は限定的となっている。

図23. 実質所得の伸びとジニ係数の推移



出典：ロシア連邦国家統計局(Rosstat) データに基づきロシア総合戦略研究所(ICSS)が推定

見通し：家計所得はさらに大きく増加すると思われる。中期的には経済全体の成長よりも速いペースで賃金が上昇する傾向が続くとみられる。最低賃金の上昇が加速するにつれ、年金やその他社会保障費負担の仕組みも整備されることになり、行き詰まっていた貧困問題の解決に向けて注目が集まることになるであろう。結果的に、中期的には貧困水準が大幅に改善すると思われる。

	2007	2008	2009	2010
実質可処分所得, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	112.5	110.0	109.1	107.9
コンセンサス(ロシア専門家)	112.4	110.8		
実質賃金, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	115.6	112.1	110.1	109.2
小売売上高, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	114.5	111.4	110.0	108.6
コンセンサス(ロシア専門家)	114.1	112.0		
生産性, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	106.3	106.2	106.2	106.3

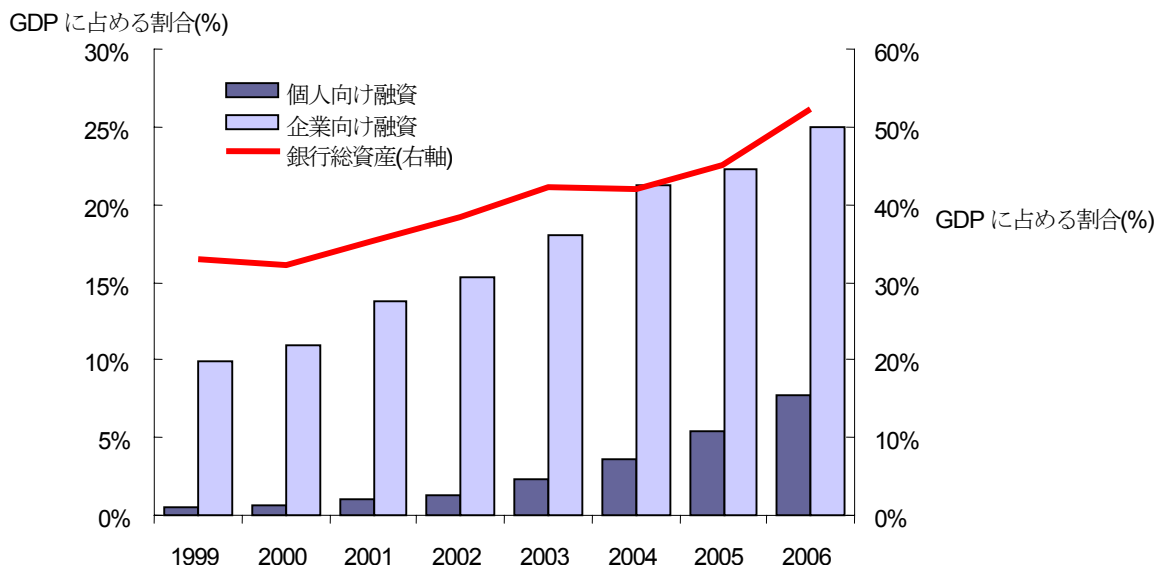
10. 銀行部門

過小資本にある銀行が融資を拡大すると、金融システムの不安定リスクが増大するため、銀行融資の増加は抑制されている。

10.1 **銀行部門の成長と構造**：2002年初めにGDPの35%相当であった銀行の総資産は、2006年にはGDPの50%

以上となる 5330 億ドルに急増している。しかし、経済移行期にある国々を含め、諸外国に比べると資産規模は相対的に小さい。総資産の増加は主として融資の増加によるものである。企業向け融資よりも個人向け融資の伸びが顕著で 2002 年から 2006 年にかけて、融資額は GDP の 17%相当から 33%相当に増加した。(図 24 参照)

図24. 銀行の総資産および産業部門別の融資額

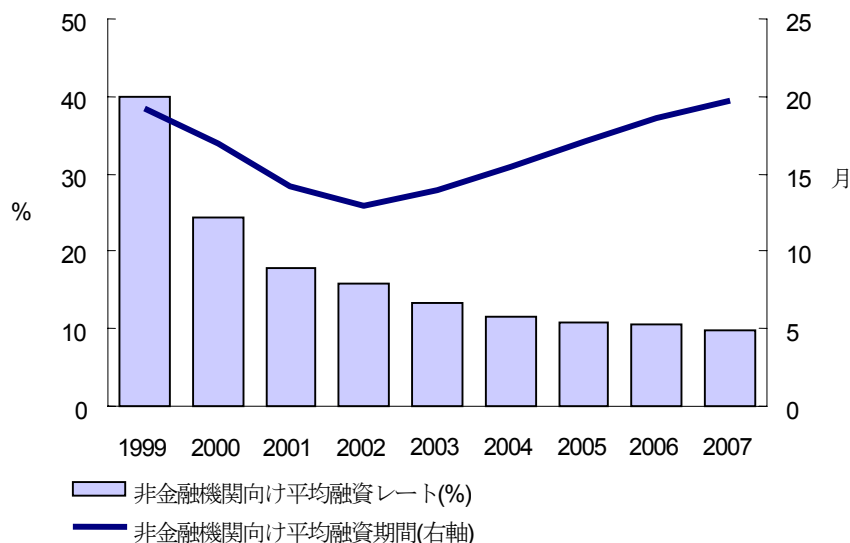


出典：ロシア中央銀行データに基づきロシア総合戦略研究所(ICSS)が推定

1200以上の金融機関が乱立する中で、国有三大銀行が指導的役割を果たし、外資系金融機関のシェアはごくわずか(8.3%)という集中の構図が国内銀行部門の特徴である。ロシア貯蓄銀行(ズベルバンク)一行で総資産の25%以上を占めており、上位50銀行では75%程度を占めている。

10.2. 融資条件：非金融機関や個人向けの融資期間は長くなっている。(図 25 参照) しかし、長期におよぶ投資や設備更新目的の融資利用は限られていることから、返済期間が1年以上の融資契約は36%に過ぎない。また、第一次産業以外では多くの場合、売上利益率が融資利率を下回っていることも制約となっている。一例として、2006年の売上利益率をみると、輸送機器製造業6.3%、紡績業3.4%、食品加工業9.3%となっているのに対し、非金融機関向け平均融資利率は10%を超えていた。(2006年末時点で10.5%であった。)

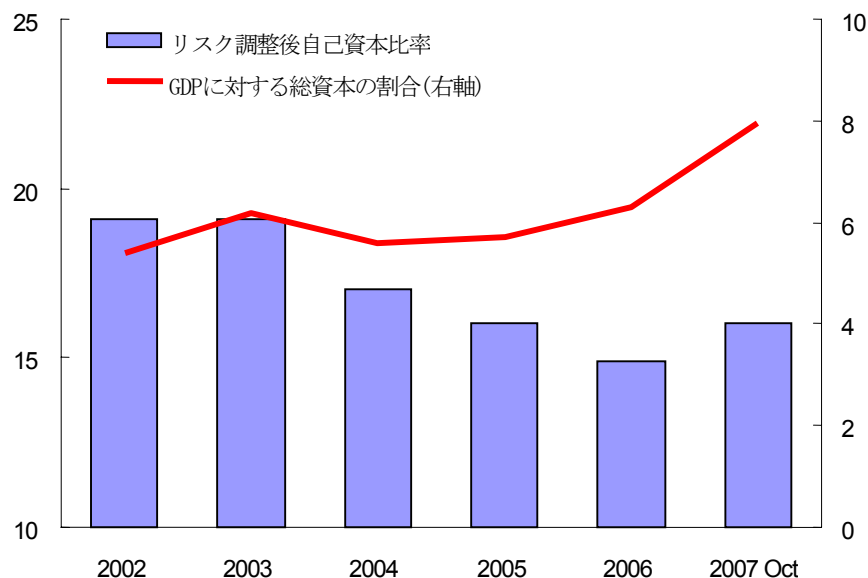
図25. 融資条件



出典：ロシア中央銀行データに基づきロシア総合戦略研究所(ICSS)が推定

10.3. **自己資本**：資本増加率が資産増加率よりも低いため、資産リスクに対する安定性が低下している兆しがあり、依然として過小資本が金融システムの更なる発展の最大の障害となっている。(図 26 参照) 銀行の一層の発展のために適正資本量の確保が必要となることから、自己資本を増大させる手段についての関心が高まっている。銀行の新規株式公開 (IPO) や海外から出資を仰ぐことは、資本増強の有力な手段であると考えられている。

図26. 銀行部門の自己資本比率およびGDPに対する総資本の割合



出典：ロシア中央銀行データに基づきロシア総合戦略研究所 (ICSS) が推定

見通し：銀行部門を成長させるため、ロシア政府は非金融機関向け融資をGDPの26~28%相当まで拡大することにより、2008年までに銀行部門の総資産をGDPの50~60%相当まで増加させようと考えている。

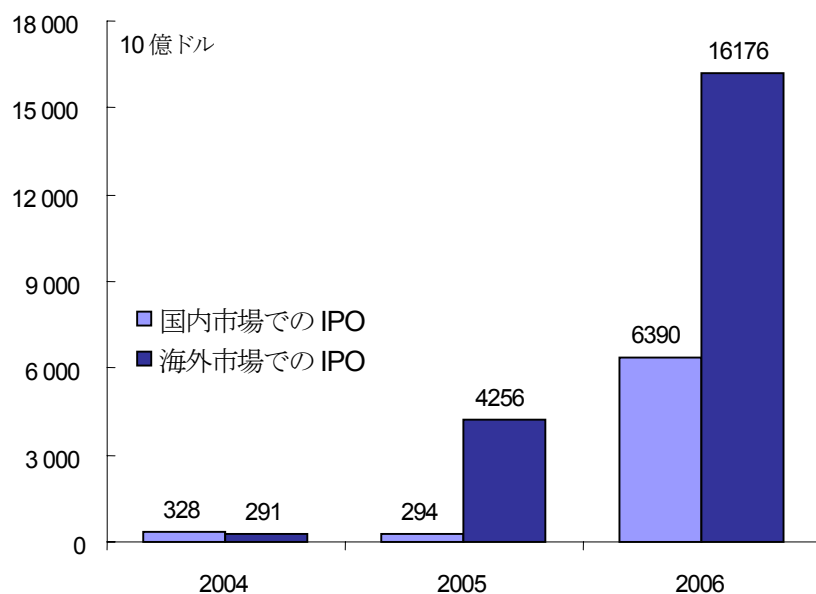
11. 金融市場

海外市場での新規株式公開 (IPO) をロシア当局はあまり快く思っていないものの、海外および国内株式市場への上場は、企業の戦略的な選択肢となっている。

11.1. **市場の状況**：ロシアの株式市場は時価総額および取引量両面で拡大を続けている。特に、時価総額は今ではGDPを越える規模となっている。しかし、世界の主要市場と比べると、時価総額、上場企業数、そして流動性の面で相対的に後れをとっている。ロシア市場が抱える問題のひとつが、投資案件が不足し、取引が特定の投資対象に極端に集中していることである。ロシア株式市場の時価総額の80%はエネルギー関連銘柄、そして9%は通信銘柄が占めている。

11.2. **上場は海外志向**：2005~2006年の顕著な傾向として、ロシア企業による200億ドル以上の資金調達を行った新規株式公開 (IPO) が国内外問わずに活発であったことが挙げられる。(図 27 参照) ロシア当局は国内市場での上場を促進しようとしているが、企業の目は海外に向いており、海外市場でのIPOは国内市場の2倍以上も行われている。いずれにせよ、IPO熱の高まりが今後数年間はロシア株式市場を牽引する原動力となるかもしれない。

図27. ロシア企業の新規株式公開(IPO)による調達資金額



出典：ロシア連邦経済発展貿易省(MEDT)による推定

見通し：2006～2008年にかけて、ロシア政府はGDP成長率を上回るスピードで金融市場を成長させようとしている。GDPに対する流通市場における社債の価値は、2005年の2.2%から2008年には4.5%と倍増するとみられている。また、大企業および中規模企業の固定資本投資の少なくとも20%は、国内証券市場での債券新規発行により資金調達されることが考えられる。

12. 付録 I : 主要指標の予測値

	2007	2008	2009	2010
GDP成長率, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	107.3	106.4	106.0	106.3
コンセンサス(ロシア専門家)	107.4	106.7		
国際通貨基金	107.0	106.5		
製造業生産高成長率, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	106.0	105.2	104.9	105.2
コンセンサス(ロシア専門家)	106.4	105.7		
固定資本投資成長率, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	118.2	113.2	110.9	112.0
コンセンサス(ロシア専門家)	118.4	115		
対外直接投資, 10億ドル				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	41.0	39.0	41.0	44.0
実質可処分所得, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	112.5	110.0	109.1	107.9
コンセンサス(ロシア専門家)	112.4	110.8		
実質賃金, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	115.6	112.1	110.1	109.2
小売売上高, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	114.5	111.4	110.0	108.6
コンセンサス(ロシア専門家)	114.1	112		
生産性, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	106.3	106.2	106.2	106.3
輸出額, 10億ドル				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	345.0	354.0	336.7	336.2
コンセンサス(ロシア専門家)	340.3	364.3		
輸入額, 10億ドル				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	223.5	270.4	309.3	346.5
コンセンサス(ロシア専門家)	221	274.6		
貿易収支, 10億ドル				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	121.5	83.6	27.4	-10.3
コンセンサス(ロシア専門家)	119.3	89.7		
経常収支, 10億ドル				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	50.7	15.2	-17.7	-46.4
コンセンサス(ロシア専門家)	74.7	44.3		
国際通貨基金	61.7	42.8		

RUSSIAN COUNTRY REPORT

	2007	2008	2009	2010
消費者物価指数, 前期からの変化率(%)				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	107-108	106-107	105.5-106.5	105-106
コンセンサス(ロシア専門家)	110.2	108.4		
国際通貨基金	108.1	107.5		
ルーブル/USドル 名目為替相場, 年平均				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	25.7	25.3	25.7	26.5
ルーブル/USドル 名目為替相場, 年末				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	25.2	25.3	26.1	26.9
コンセンサス(ロシア専門家)	24.8	24.5		
実質実効為替相場指数				
公式予測(ロシア連邦経済発展貿易省)	104.6	102.7	101.0	100.0
連邦予算収支, GDPに占める割合(%)				
公式予測(ロシア連邦財務省)	3.3	0.2		
コンセンサス(ロシア専門家)	4.3	2.5		
国際通貨基金	4.7	2.5		