

# 制裁長期化により景気後退リスクが高まるロシア経済

欧米調査部主任研究員

金野雄五

03-3591-1317

yugo.konno@mizuho-ri.co.jp

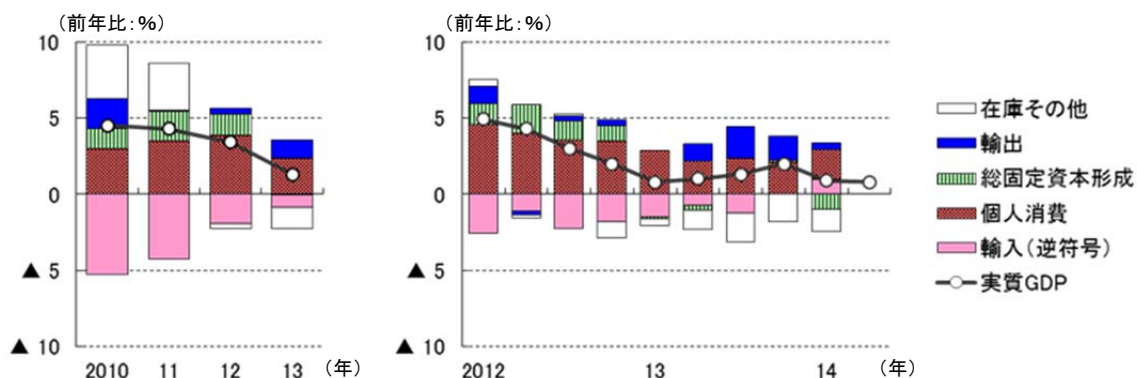
- ロシア経済は、投資の減少を主因に減速を続けている。投資減少の背景には、ウクライナ問題をめぐる先行き不透明感の高まりと、それに起因するルーブルの下落がある
- 景気減速への対応策として、ロシア政府は、国民福祉基金を用いたインフラ整備プロジェクトの実施を決定したものの、進捗は遅れている
- ロシアと欧米諸国の対立関係は、8月以降、経済制裁の応酬という新たな段階に入った。欧米諸国による経済制裁の長期化が見込まれるなか、ロシア経済の景気後退リスクが高まっている

## 1. 景気の現状：投資の減少により景気減速が鮮明に

ロシア経済は、2014年に入ってから景気の減速が鮮明になっている。四半期別の実質GDP成長率（前年比）は、2013年10-12月期の+2.0%から、2014年1-3月期の+0.9%、4-6月期の+0.8%へと低下した（図表1）。

需要項目別にみると、景気減速の主因となっているのは内需、とくに投資（総固定資本形成）の不振である。投資の不振は、すでに2013年から始まっていたが、2014年1-3月期には前年比▲7.0%と急激に落ち込んだ。個人消費については、2014年1-3月期は前年比+3.7%となり、需要項目中で最大の成長寄与度を維持しているものの、2013年からの緩やかな減速傾向が続いている。外需については、ロシアにとって最大の輸出先である欧州経済の緩やかな回復を背景に、輸出が増加を続ける一方、内

図表1 実質 GDP 成長率



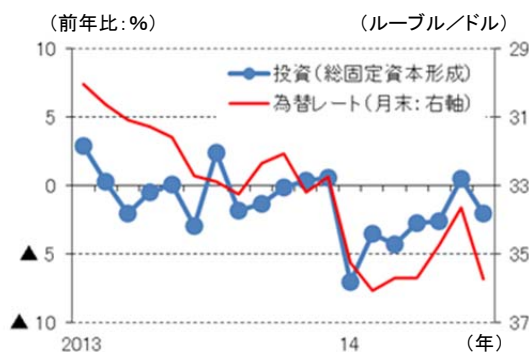
(出所) Rosstat より、みずほ総合研究所作成。

需の不振を背景に輸入は2013年10-12月期から減少に転じた。このため、同期以降は、輸出、輸入ともに成長寄与度がプラスで推移している。

内需（投資および個人消費）の動向とその背景について、やや詳しく見てみよう。まず、投資については、ルーブルの下落が急速に進行した2014年1-2月と7月の落ち込みがひととき深刻になっており、（図表2）、投資減少の主因はルーブルの下落であった可能性が高い。一般に、為替レート下落が企業の投資利益率に与える影響を考えると、収益に占める輸出額の比率（輸出比率）が高い企業については、自国通貨建ての輸出額の増加によって投資利益率の上昇が見込まれる。他方、中間・投資需要に占める輸入額の比率が高い企業については、中間財・投資財の輸入額の増加によって投資収益率の低下が見込まれる。ロシアの場合、輸出比率の高い企業は、原油・天然ガス等の鉱業にほぼ限られている。このため、鉱業以外の業種では、ルーブルの下落により投資収益率の低下の影響をより強く受けることとなり、それが投資の減少を引き起こしたと考えられる<sup>1</sup>。実際、2014年1-6月期の業種別投資実績（小企業を除く）を見ると、鉱業（石油精製を含む）で投資が増加した一方、製造業などでは投資が減少した（図表3）。また、2014年1-3月期に実施された企業調査（IMEMO, 2014）では、設備投資の阻害要因に関する6つの設問中、「設備・建設コストが高い」および「十分な収益が見込めない」の回答率の増加が最も著しかった<sup>2</sup>。

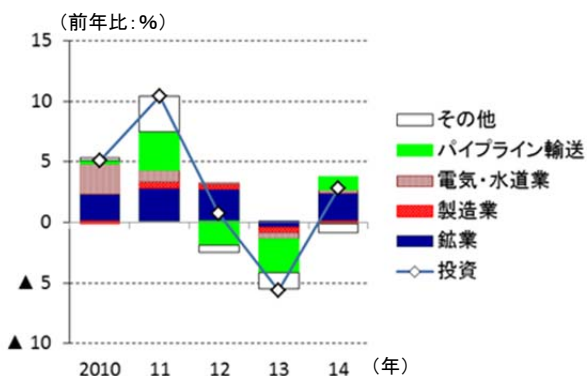
個人消費の減速の要因としては、景気低迷による実質賃金の伸び率鈍化に加えて、銀行の個人向け貸出の減速と、家計の債務利払い負担の増加があるとみられる。銀行の個人向け貸出は、2010年から急増し、個人消費を促進する要因となってきた。しかし、2012年後半から個人向け貸出は減速し始め、同残高の増加率（前年比）は、ピーク時（2012年6月末）の+44%から、2014年6月末には+21%にまで低下している（図表4）。この一方で、過去の借入から生じる利払い負担は増大を続けており、家計債務の利払い額が可処分所得に占める割合は、2011年7-9月期の2.6%から、2014年4-6月期の4.3%へと上昇

図表2 投資と為替レートの推移



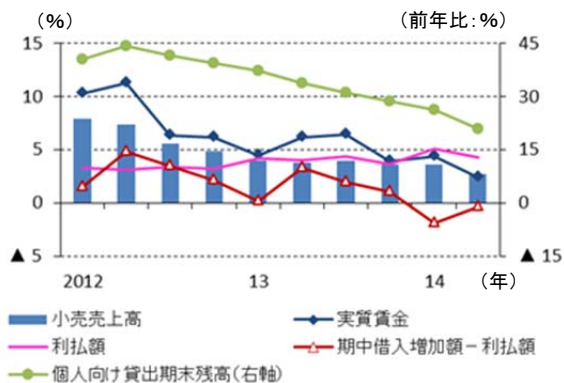
（出所）Rosstat, CBR より、みずほ総合研究所作成。

図表3 投資の業種別寄与度



（注）小企業を除く。鉱業は石油精製を含む。2014年は1-6月期。  
（出所）Rosstat より、みずほ総合研究所作成。

図表4 個人消費関連指標の推移



（注）小売売上高、実質賃金は前年比増加率。  
利払額、期中借入増加額は可処分所得比。  
（出所）Rosstat, CBR より、みずほ総合研究所作成。

した。これらの結果、2014年1-3月期以降、家計債務の利払い額は、銀行部門から家計部門に新たに供給される資金量（銀行借入残高の期中増加額）を上回っており、それが個人消費を減速させる一因になっていると考えられる。

## 2. 経済政策の動向

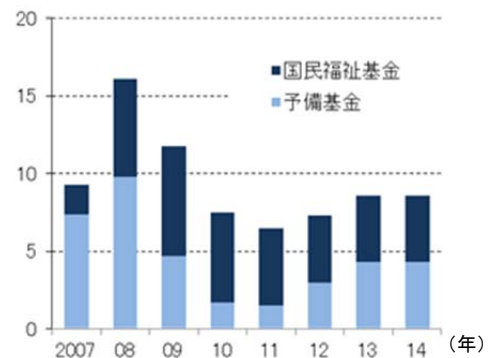
### (1) 財政政策：国民福祉基金を用いたインフラ整備プロジェクトに遅れ

ロシア政府は、投資回復策として、2014年から国民福祉基金を用いたインフラ整備プロジェクトを実施することを決定していたが、その進捗は遅れている<sup>3</sup>。国民福祉基金は、予備基金とともに油価高騰時（2004-08年）の財政余剰を蓄えたもので、その残高は2014年7月末時点で約3兆ルーブル（約865億ドル、対GDP比4.3%）に達する（図表5）。国民福祉基金の運用先は、これまでロシア中銀における外貨建て預金と、対外経済銀行（VEB）における外貨およびルーブル建て預金にほぼ限られていたが、2013年11月の政府決定（11月5日付政府決定No. 989）により、新たにインフラ整備プロジェクトへの投融資による運用が可能となった<sup>4</sup>。さらに、その運用額の上限を、国民福祉基金の残高の60%（ただし、1兆7,400億ルーブル以下）とすることが決められ（2014年6月7日付政府決定No. 522）、これまでに5件、金額にして合計4,200億ルーブルのプロジェクトが投融資先として承認された<sup>5</sup>。ただし、国民福祉基金の運用先構成（図表6）が示すように、2014年7月末時点においてもインフラ整備プロジェクトへの投融資は開始されていない。今後、プロジェクトへの投融資が開始され、それがさらに実物投資（総固定資本形成）につながるまでには、なお数カ月を要するものとみられる。

なお、2014年連邦予算については、足元の経済情勢の変化を踏まえて同年6月に修正が行われた。修正の主な内容は、ルーブルの下落による石油ガス収入の増額と、それに伴う歳入総額の上方修正である。歳出については、2013年から新たに導入された予算編成方式に基づき、総額の修正は行われていない（図表7）<sup>6</sup>。歳入総額の上方

図表5 国民福祉基金・予備基金の残高

(GDP比:%)



(注) 2014年は7月末時点。

(出所) Minfinより、みずほ総合研究所作成。

図表7 2014年連邦予算の修正内容

(10億ルーブル)	当初予算	修正予算	変化
歳入	13,571	14,239	+668
(GDP比:%)	(18.5)	(19.9)	(+1.4)
石油ガス収入	6,528	7,480	+952
(GDP比:%)	(8.9)	(10.5)	(+1.6)
非石油ガス収入	7,042	6,759	▲284
(GDP比:%)	(9.6)	(9.5)	(▲0.2)
歳出	13,960	13,960	0
(GDP比:%)	(9.0)	(9.5)	(+0.5)
収支	▲389.6	278.6	+668
(GDP比:%)	(▲0.5)	(0.4)	(+0.9)
GDP	73,315	71,493	▲1,822

(注) 当初予算は2013年12月2日付連邦法No. 349、修正予算は2014年6月28日付連邦法No. 201による。

(出所) Minfin、EEGより、みずほ総合研究所作成。

図表6 国民福祉基金の運用先 (2014年7月末)

	金額		構成比 (%)
	(10億ルーブル)	(億ドル)	
ロシア中銀預金	2,264.5	638.9	73.8
ドル建て	865.5	244.2	28.2
ユーロ建て	1,138.1	321.1	37.1
ポンド建て	260.9	73.6	8.5
対外経済銀行(VEB)預金	695.5	196.2	22.7
ルーブル建て	474.0	133.7	15.5
ドル建て	221.5	62.5	7.2
ウクライナ国債	106.3	30.0	3.5
合計	2,844.9	865.1	100.0

(出所) Minfinより、みずほ総合研究所作成。

修正により、2014年連邦予算の収支は、当初予算のGDP比▲0.5%から、修正予算では同+0.4%へと黒字に転換した。

## (2) 金融政策：インフレリスクの高まりを受けて年初来3度の利上げ

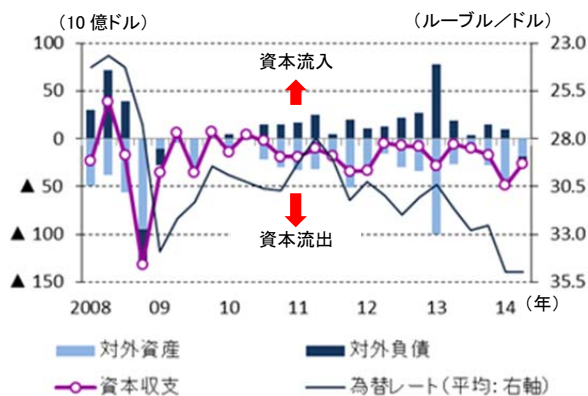
ルーブルの対ドル・レートは、2014年1-2月と7月以降、多額の資本流出により大幅に下落した。2014年1-3月期の資本流出額は488億ドルと、リーマン・ショック後（2008年10-12月期）の1,320億ドルに次ぐ規模であった（図表8）。この資本流出の背景には、ウクライナ問題をめぐる先行き不透明感の高まりと、欧米諸国による対ロシア制裁強化への懸念があったとみられている。

ルーブルの大幅下落を受けて、ロシア中銀は、それまで進めてきた為替相場制度の柔軟性拡大に向けた取り組みを、一時的に後退させることを余儀なくされた。具体的には、2014年3月3日、ルーブルの対バスケット・レートの目標相場圏（バンド）が修正される基準となる為替介入額が、それまでの3.5億ドルから15億ドルに引き上げられた<sup>7</sup>。その後、基準為替介入額は、2014年6月17日に10億ドルに引き下げられ、さらに同年8月18日には、元の3.5億ドルにまで引き下げられた。同じく8月18日には、バンドの幅を従来の7ルーブルから9ルーブルに拡大することも決定されたことから、ロシア中銀は、為替相場制度の柔軟性拡大の方針に復帰したものとみられている（図表9）<sup>8</sup>。

今後のルーブル相場は、ロシア中銀による為替相場制度の柔軟性拡大の取り組みを背景にボラティリティが高まろう。基調としては、ウクライナ問題および欧米諸国の対ロシア制裁の長期化を背景に、ルーブル相場は引き続き弱含みで推移すると予想される。

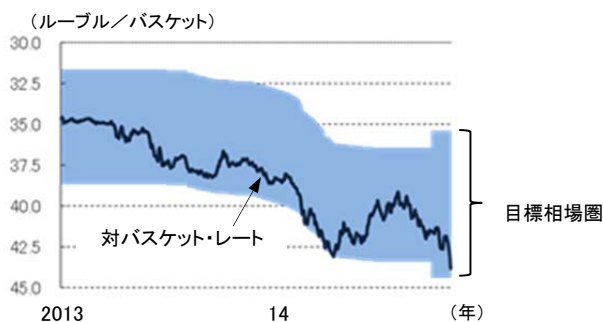
インフレ率は、2014年2月以降、7月を除いて上昇を続けている（図表10）。こうしたなか、ロシア中銀は「地政学的な緊張の高まり、およびそれに起因するルーブルの下落により、インフレリスクが高まっている」として、政策金利

図表8 民間資本収支の推移



(出所) CBR より、みずほ総合研究所作成。

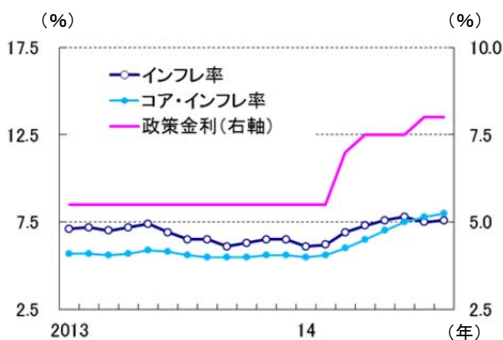
図表9 ルーブルの対バスケット・レート



(注) 対バスケット・レートは、ルーブル/ドル×0.55+ルーブル/ユーロ×0.45により算出される。

(出所) CBR より、みずほ総合研究所作成。

図表10 インフレ率と政策金利



(注) コア・インフレ率には、国家規制価格は含まれない。

(出所) CBR より、みずほ総合研究所作成。

(1週間物レポ・レート)を3月3日、4月28日、7月28日の3回、それぞれ+1.5%Pt、+0.5%Pt、+0.5%Pt引き上げた。なお、7月のインフレ率の低下は、国家規制価格(家庭向け電気、ガス、熱供給価格)の上昇抑制措置によるものであったとみられる<sup>9</sup>。

### 3. 今後の展望

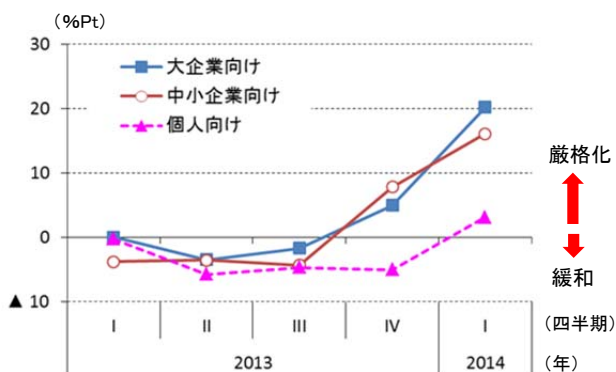
今後については、ロシア経済は内需を中心に景気後退リスクが高まっている。これまでの景気減速要因(ルーブルの下落や、家計債務の返済負担の増加など)の継続に加え、2014年8月以降、欧米諸国がロシアに対する経済制裁(詳細は後述)を大幅に強化したためである。

投資の先行きを展望すると、今後数カ月内に国民福祉基金によるインフラ整備プロジェクトが開始されるとみられるものの、欧米諸国の制裁強化による資金調達環境の悪化により、投資の減少は続くと予想される。ロシアの銀行の大企業に対する貸出態度は、中銀による利上げを受けて、すでに2014年1-3月期に急激に厳格化された(図表11)。これに欧米諸国による制裁強化が加わったことで、銀行の貸出態度の厳格化は一段と進行しているとみられるほか、ロシア企業による海外での資金調達も困難になっている。

個人消費の先行きも明るくない。銀行の貸出態度は、これまでのところ個人向け貸出についてはあまり変わっていないが、欧米諸国による経済制裁の長期化に伴い、今後は次第に厳格化が進む可能性がある。また、農畜産物の輸入禁止によりインフレ率が高進した場合、実質賃金の伸び率の鈍化傾向が強まることが予想される。これらは、資金調達と所得の両面から、個人消費の下押し要因となる可能性がある。

2014年の実質GDP成長率に関するロシア政府の予測値は、+3.0%(2013年10月時点)から+0.5%(2014年5月時点)に引き下げられ、2015年の予測値も+3.1%(2013年10月時点)から+1.0%(2014年8月時点)へと大きく引き下げられた(図表12)。今後のウクライナ問題の推移や、欧米諸国との制裁応酬の行方次第では、実際の成長率がロシア政府の予測をさらに大きく下回る可能性もあると考えられる。

図表 11 ロシアの銀行貸出態度



(注) 銀行貸出態度判断 DI。  
 $DI = (N_2 + 0.5 \times N_1) - (0.5 \times N_{11} + N_{22})$ 、ただし、  
 $N_2$ : 大幅に厳格化した、 $N_1$ : やや厳格化した、  
 $N_{11}$ : やや緩和した、 $N_{22}$ : 大幅に緩和した、  
 の回答率。

(出所) CBR より、みずほ総合研究所作成。

図表 12 ロシアの成長率・インフレ見通し

		2013 実績	2014 予測	2015 予測
実質 GDP 成長率 (%)	IMF コンセンサス・ フォーキャスト	1.3	0.1	0.8
	ロシア政府		0.5	1.0
インフレ率 (%)	IMF コンセンサス・ フォーキャスト	6.5	5.3	5.3
	ロシア政府		7.5	6.0
			7.2	6.5

(注) IMF は 2014 年 7 月、コンセンサス・フォーキャストは 2014 年 9 月、ロシア政府は 2014 年 8 月時点の見通し。

(出所) IMF、コンセンサス・エコノミクス、Minecon より、みずほ総合研究所作成。

## 4. トピックス：欧米諸国による対ロ制裁の強化とその影響

### (1) 新たな段階に入ったロシア・欧米諸国の対立関係

2014年7月、欧米諸国はロシアへの経済制裁を大幅に強化した。欧米諸国の対ロシア制裁は、クリミア併合（3月）を受けて開始された当初は、一部の個人・団体を対象とする渡航禁止や在外資産の凍結に限られていた。しかし、7月16日に米国がロシア経済の特定分野（銀行、軍需産業、エネルギー産業）を対象とする制裁を発動したのにつき、7月31日にはEU（欧州連合）も、米国とほぼ同等レベルの対ロシア制裁の発動に踏み切った。EUは、米国と比べてロシアとの経済関係がはるかに緊密であることから、これまでは域内経済への悪影響を懸念して制裁強化には慎重な姿勢を示してきた。しかし、マレーシア航空機の墜落事件（7月17日）を機に、対ロシア制裁の強化を求める国内世論が急速に高まったことを受けて、制裁強化に踏み切ったとみられている。

欧米諸国が新たに発動した対ロシア制裁の主な内容は、①欧米金融市場における、ロシアの国営・政府系銀行に対する期間90日超（その後、期間30日超に変更<sup>10</sup>）のファイナンスの提供禁止、②資源開発関連の機械設備および技術の供与禁止、③武器（軍事転用可能な民生品も含む）の輸出禁止、である。米国とEUの制裁内容を比べると、米欧金融市場でのファイナンス提供禁止の対象となるロシアの銀行や、供与が禁止される資源開発関連の機械設備・技術の範囲に若干の違いはあるものの（例えば、ガス開発関連の機械設備・技術の供与禁止は、米国の制裁には含まれるが、EUの制裁には含まれない）、おおむね同じ内容となっている（図表13）。

こうした欧米諸国による制裁強化に対する報復措置として、ロシア政府は8月7日、米国、EU（28カ国）、カナダ、豪州、ノルウェーからの農畜産物の輸入を1年間、禁止することを決定した。ロシア政府はさらなる報復措置として、欧州の航空会社に対してシベリア上空の飛行を禁止もしくは制限することも検討中であると報じられるなど、欧米諸国とロシアの対立は、経済制裁の応酬という新たな段階に入ったと言える。

図表 13 欧米諸国・ロシアの経済制裁の内容と予想される影響

発動国	制裁の内容	ロシア経済への影響	欧米経済への影響
欧米諸国	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 欧米金融市場におけるファイナンスの提供禁止</li> <li>◇ 米国(期間 30 日超): VTB、ガスプロムバンク、モスクワ銀行、VEB、ロシア農業銀行、ズベルバンク、ロシアテクノロジー</li> <li>◇ 米国(期間 90 日超): トランスネフチ、ノヴァテク(ガス)、ガスプロムネフチ、ロスネフチ</li> <li>◇ EU(期間 30 日超): ズベルバンク、VTB、ガスプロムバンク、VEB、ロシア農業銀行、ロスネフチ、トランスネフチ、ガスプロムネフチ、オヴォロンプロム、統一航空機会社、ウラル車両工場</li> </ul>	資金流入の減少に伴う金利上昇	欧米金融機関の収益機会の減少
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 資源開発関連の機械設備・技術およびサービスの供与禁止</li> <li>◇ 米国: 石油およびガス開発関連52品目、およびサービス(サービス供与の禁止対象企業は、ガスプロム、ガスプロムネフチ、ロスネフチ、ルクオイル、スルグートネフチェガス)</li> <li>◇ EU: 石油開発関連 30 品目、およびサービス</li> </ul>	新規油ガス田の開発遅延	輸出の減少 (EU: 13億ドル)* (米国: 7億ドル)*
ロシア	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 農畜産物の輸入禁止</li> <li>◇ 対象国: 米国、EU(28カ国)、カナダ、豪州、ノルウェー</li> <li>◇ 対象品目: 肉類、野菜、魚介類、チーズ、乳製品等 52 品目</li> </ul>	食料品価格の上昇	輸出の減少 (EU: 71億ドル)* (米国: 7億ドル)*

(注) 1. 2014年9月12日の米国、EUによる追加制裁の内容を含む。

2. 括弧内(\*)は、制裁対象品目の2013年の貿易額。

(出所) 欧州委員会、米国財務省、米国商務省、国連貿易統計 (UN-Comtrade) より、みずほ総合研究所作成。

## （２）制裁の応酬でロシア内外に広がる悪影響

こうした経済制裁の応酬は、ロシアや欧米諸国の経済にどのような悪影響を与えるのか、2014年7月下旬に発動された制裁措置を中心に検討しよう。まず、欧米金融市場におけるファイナンスの提供禁止によるロシアへの影響は、当面は限定的とみられる。ロシア民間部門の対外債務の返済予定額は、今後1年間で約1,500億ドルに達すると見込まれるが、銀行部門の対外資産（約3,000億ドル）、中央銀行の外貨準備（約4,700億ドル）ともに潤沢であり、債務返済に支障をきたす可能性は低いからだ。ただし、制裁が長期化した場合には実体経済への影響は避けられない。欧米金融市場へのアクセス禁止が長引くと、資金調達コスト（金利）の上昇により投資や消費がさらに冷え込み、成長率が一段と鈍化する可能性が高まる。

欧米諸国による資源開発機械・技術の供与禁止についても、長期化すればロシア経済に深刻な影響を及ぼす可能性がある。近年ロシアでは、原油・天然ガスともに、従来の主力鉱区（西シベリア）で資源が枯渇傾向にあり、産出量を維持・拡大するには新規油ガス田の開発が不可欠となっている。しかし、開発が予定されている鉱区は、深海もしくは北極圏に位置するなど技術的に困難なところが多く、先端技術なしでは開発が不可能であるとみられる。このため、欧米諸国による資源開発機械・技術の供与禁止は、新規油ガス田開発の遅れを通じて、ロシアの原油・天然ガス産出量の維持・拡大を阻害する要因となる。

ロシアによる農畜産物の輸入禁止は、即座に欧米諸国によるロシア向け農畜産物輸出の減少につながる。EU、米国によるロシア向け禁輸対象品目の輸出額（2013年）はそれぞれ71億ドル、7億ドルであり、それらが輸出総額に占める割合は、EU（域外向け）が0.3%、米国は0.05%と概して小さい。ただし、EUの一部の国（バルト諸国、ポーランド、フィンランド）では、輸出全体に占めるロシア向け禁輸対象品目の割合が相対的に高く、相応の影響が生じると予想される。このためEU内では、これらの国々の農業団体を中心に、ロシアの禁輸措置による悪影響を懸念する声が強まっている。

一方、経済制裁は、制裁を受ける側だけでなく、発動する側にも直接・間接的に悪影響をもたらすこと（いわゆるブーメラン効果）にも注意が必要である。欧米諸国にとってのこうした影響とは、欧米金融機関の収益機会の減少であり、資源開発関連の機械設備・技術の輸出減少である。他方、ロシアにとって懸念されるのは、農畜産物の輸入量減少に伴う食料品価格の上昇である。もっとも、この影響は基本的には限定的であると予想される。ロシアの食料自給率は、肉類、牛乳・乳製品、野菜のいずれも8~9割と高く、また、ロシア政府は報復対象外の国（旧ソ連、中南米）からの農畜産物輸入を増やすとしているからだ。とは言え、輸入先の転換がスムーズに進まない場合や、天候要因などによって農畜産物の国内生産が不振に陥った場合は、食料品価格の上昇、ひいてはインフレ率の高進が避けられなくなる。

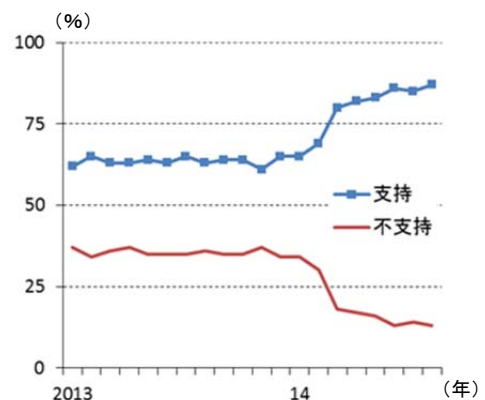
## （３）停戦合意後の制裁応酬の行方と日本企業の対応

9月5日には、ウクライナ政府と東部親ロ派の代表により停戦議定書が調印され、その後、停戦合意はおおむね順守されていると報じられている。しかし、こうした停戦合意にも関わらず、欧米・ロシ

ア間の経済制裁の応酬は、少なくとも当面、エスカレートが続ける可能性が高い。米国・EUは、対ロシア制裁を強化する理由として、クリミア併合に加え、ウクライナ東部を不安定化させるロシアの行動（つまり親口派武装勢力に対する支援）を挙げており、ロシアがその行動を停止させることが欧米諸国による制裁緩和の条件となる。しかし、ロシアにとってその実現は難しい。プーチン大統領の支持率はクリミア併合後に急上昇し、最新の世論調査では過去最高の87%に達している（図表14）。また同調査では、85%がクリミア併合を支持しており、ロシアが外国からの制裁に対して報復措置を講じることについても72%が「正当だ」と回答している。こうした国民の高い支持があるなかで親口派への支援を停止することは、逆にプーチン政権の支持率低下につながりかねない。他方、親口派やロシアがウクライナに要求している連邦制の導入や、東部への高度な自治権の付与を、ウクライナ側が受け入れる可能性も低い。こうした状況下、ロシアが親口派への支援を継続し、それを受けて欧米諸国が対ロシア制裁を一段と強化し、さらにそれに対してロシアが報復措置を強めるという形で、制裁の応酬がエスカレートする可能性が高い。

日本については、政府が8月5日に、一部の個人・団体の資産凍結などの追加措置を決定したものの、欧米諸国のように、ロシア経済の特定分野を対象とする制裁にまでは踏み込んでいない。また、日本はロシアによる農畜産物の輸入禁止対象国にも含まれていない。しかし、欧米諸国の制裁強化による悪影響が予想されるロシアの石油・ガス関連プロジェクトの中には、日本企業が関与している、もしくは関心を示しているプロジェクトも少なからずあり、その意味では、日本企業にも欧米・ロシア間の制裁応酬による間接的な影響はすでに及んでいる。日本政府の今後の対応も含め、ロシアを巡る経済制裁の動向には最大限の注意を払う必要があるだろう。

図表 14 プーチン大統領の支持率



(注) 直近の調査実施期間は2014年8月1-4日。  
(出所) Levada Center より、みずほ総合研究所作成。

#### 【参考文献】

##### <ウェブサイト情報>

CBR (ロシア中央銀行) [<http://www.cbr.ru>].  
 Levada Center [<http://www.levada.ru/>].  
 Minecon (ロシア経済発展省) [<http://www.economy.gov.ru/>].  
 Minfin (ロシア財務省) [<http://www1.minfin.ru/ru/>].  
 Rosstat (ロシア国家統計庁) [<http://www.gks.ru>].

##### <レポート類>

金野雄五 (2008) 「最近のロシア経済情勢～ロシア政府系ファンドの新展開～」『みずほ欧州インサイト』  
 [<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/euro-insight/EUI080610.pdf>].  
 金野雄五 (2013) 「景気回復が遅れるロシア経済～ビジネス環境ランキングは急上昇～」『みずほ欧州インサイト』  
 [<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/eu131224.pdf>].



- CBR (2014) Osnovnye napravleniia edinoi gosudarstvennoi denezhno-kreditnoi politiki na 2015 i period 2016 i 2017 godov (proekt ot 12.09.2014) [[http://www.cbr.ru/today/publications\\_reports/on\\_2015\(2016-2017\)pr.pdf](http://www.cbr.ru/today/publications_reports/on_2015(2016-2017)pr.pdf)].
- EEG (Economic Expert Group), Obzor ekonomicheskikh pokazatelei (various issues) [<http://www.eeg.ru/pages/2>].
- IMEMO (Russian Academy of Sciences, Institute of World Economy and International Relations) (2014) The Russian Economic Barometer, No. 1 (53) [[http://www.imemo.ru/files/File/magazines/REB\\_kvartal/2014/2014\\_01\\_reb\\_kvartal\\_ru.pdf](http://www.imemo.ru/files/File/magazines/REB_kvartal/2014/2014_01_reb_kvartal_ru.pdf)].
- Minecon (2013) Prognoz sotsial'no-ekonomicheskogo razvitiia Rossiiskoi Federatsii na 2014 god i na planovyi period 2015 i 2016 godov [[http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/economylib4/mer/activity/sections/macro/prognoz/doc20130924\\_5](http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/economylib4/mer/activity/sections/macro/prognoz/doc20130924_5)].
- Rosstat (2006) Sistema tablits "Zatraty-Vypusk" Rossii za 2003 god.

<sup>1</sup> なお、ロシア産業連関表 (Rosstat, 2006) によれば、2003年の総固定資本形成に占める輸入の割合は23.5%、中間需要に占める割合は11.7%であった。

<sup>2</sup> 鉱工業企業約900社に対する調査で、設備投資の阻害要因に関する6つの設問中、3つまで複数回答が可能。各設問の回答率の変化(2013年1-3月期調査との比較)は次の通り。「設備・建設コストが高い」：+11%Pt、「十分な収益が見込めない」：+5%Pt、「銀行貸出金利が高い」：+4%Pt、「既存設備が過剰」：▲1%Pt、「資金不足」：▲2Pt、「負債残高が多い」：▲3%Pt。なお、2014年1-6月期の投資(総固定資本形成)の前年比増加率を企業規模別にみると、大中企業が+2.8%、小企業が▲16.7%、投資全体では2.8%であった(投資全体と大中企業による投資の増加率は公表値、小企業はこれらの差額からの計算値)。

<sup>3</sup> ロシアでは、2004年に「安定化基金」が設立され、同基金はその後、2008年に「予備基金」および「国民福祉基金」の2つに再編された。安定化基金の再編の詳細については、金野(2008)参照。

<sup>4</sup> なお、2014年8月22日付政府決定No.839により、国民福祉基金の残高のうち2,390億ルーブルを、対外経済銀行(VEB)への預金を通じて、対外貿易銀行(VTB)およびロシア農業銀行の優先株の購入(金額はそれぞれ2,140億ルーブル、250億ルーブル)に充てることが決定された。

<sup>5</sup> ロシア政府がこれまでに国民福祉基金の運用先として承認したインフラ整備プロジェクト(およびその金額)は、①モスクワ州環状道路建設プロジェクト(1,500億ルーブル)、②バム鉄道・シベリア横断鉄道近代化プロジェクト(1,500億ルーブル)、③エレゲストクィズィルークラギノ鉄道建設・極東石炭港湾ターミナル建設・トゥヴァ共和国鉱物資源開発プロジェクト(869億ルーブル)、④スマートグリッド建設プロジェクト(11億ルーブル)、⑤過疎地デジタル・デバインド解消プロジェクト(270億ルーブル)の5つである。なお、上記①と②は、2013年11月5日付政府指令No.2044によって、③～⑤は、2014年6月16日付政府指令No.1059によって承認された。

<sup>6</sup> 石油ガス収入を構成する税項目(原油・石油製品・天然ガスの輸出関税、および原油・天然ガスの鉱物資源採掘税)の多くでは、税額がドル建てで表示され、実際の納税はルーブルで行われる方式が採られている(例えば、2014年8月の原油輸出関税額は、輸出量1トンあたり388.4ドル)。このため、ルーブルの下落は、他の条件(原油輸出量やウラル原油価格)が同じであれば、ルーブル建て石油ガス収入の増加をもたらす。なお、2013年から新たに導入された連邦予算の編成方式の詳細は、金野(2013)参照。

<sup>7</sup> 近年のロシア中銀による為替相場制度の枠組みは、①ドルとユーロから成る通貨バスケットに対するルーブル・レート(レト)を参考指標とし、②対バスケット・レートに関して目標相場圏(バンド)を設定、③対バスケットの実勢レートがバンドの境界に近付くと、市場圧力に抗する方向で為替介入を実施、④このバンドは、為替介入額が一定基準を超えると市場圧力に従う形で0.05ルーブルずつ自動的に調整される、というものである。④に関して、バンドの修正基準となる為替介入額は、2013年9月9日に4.5億ドルから4億ドルに引き下げられ、同年12月10日からは、さらに3.5億ドルに引き下げられていた。

<sup>8</sup> ロシア中銀は、2014年末をもって目標相場圏(バンド)そのものを撤廃し、変動相場制に移行する方針を表明している(CBR, 2014)。

<sup>9</sup> 2013年9月19日に「2014-2016年の社会経済発展予測」(Minecon, 2013)が閣議承認され、2014-16年の3年間、電力や鉄道、天然ガスなどの国家規制価格の引き上げペースが抑制されることが決まった。この決定に伴い、国家規制価格の改訂時期にあたる7月については、インフレ率の低下が見込まれていた。国家規制価格の上昇抑制措置の詳細は、金野(2013)参照。

<sup>10</sup> 2014年9月12日の米国およびEUによる追加制裁により、ロシアの国営・政府系銀行への提供が禁止されるファイナンスの期間は、90日超から30日超に短縮された。

●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、商品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。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。

# 主要経済指標

		2011	2012	2013	2013/7-9	2013/10-12	2014/1-3	2014/4-6	2014/05	2014/06	2014/07	2014/08	
名目GDP	百万ドル	1,906,889	2,002,523	2,097,904	534,870	571,543	457,568	505,779	-	-	-	-	
	一人当たり、ドル	13,344	14,004	14,599	3,733	3,988	3,193	3,530	-	-	-	-	
実質GDP	前年比、%	4.3	3.4	1.3	1.3	2.0	0.9	-	-	-	-	-	
	個人消費	前年比、%	6.8	7.9	4.7	4.8	4.1	3.7	-	-	-	-	
	政府消費	前年比、%	1.4	4.6	0.5	0.4	0.4	0.0	-	-	-	-	
	総固定資本形成	前年比、%	9.1	6.5	▲ 0.1	0.1	0.5	▲ 7.0	-	-	-	-	
	輸出	前年比、%	0.3	1.4	4.2	7.4	5.6	1.6	-	-	-	-	
	輸入	前年比、%	20.3	8.8	3.7	5.3	▲ 0.1	▲ 4.4	-	-	-	-	
生産	鉱工業生産	前年比、%	5.0	3.4	0.4	0.6	1.4	1.1	1.8	2.8	0.4	1.5	-
	鉱業	前年比、%	1.8	1.0	1.1	1.0	1.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.2	-
	製造業	前年比、%	8.0	5.1	0.5	0.6	2.4	2.4	2.8	4.4	0.3	2.4	-
商業販売	小売売上高	前年比、%	7.1	6.3	3.9	4.0	3.6	3.6	1.8	2.1	0.7	1.1	-
	乗用車販売台数	前年比、%	38.7	10.7	▲ 5.5	▲ 7.8	▲ 2.2	▲ 2.3	▲ 12.2	▲ 12.2	▲ 17.3	▲ 8.3	▲ 25.8
雇用	失業率	期中平均値、%	6.5	5.5	5.5	5.2	5.5	5.5	5.0	4.9	4.9	4.9	-
	雇用者数	前年比、%	1.3	1.0	▲ 0.2	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	0.0	0.7	0.5	-
物価	消費者物価	前年比、%	6.1	6.6	6.5	6.4	6.4	6.4	7.6	7.6	7.8	7.5	7.6
	コア消費者物価	前年比、%	6.6	5.7	5.6	5.5	5.6	5.7	7.0	7.0	7.5	7.8	8.0
国際収支 (注1)	貿易収支	10億ドル	196.9	191.7	181.9	43.7	46.8	50.7	52.1	18.3	14.0	17.1	-
	輸出	前年比、%	31.3	2.3	▲ 0.8	4.7	▲ 0.2	▲ 1.6	4.1	8.0	▲ 2.6	5.4	-
	輸入	前年比、%	29.7	5.4	1.7	0.4	▲ 1.7	▲ 5.4	▲ 4.8	▲ 1.4	▲ 5.2	▲ 4.2	-
	経常収支	10億ドル	97.3	71.3	34.1	▲ 0.7	8.0	27.1	17.1	-	-	-	-
		対GDP比、%	5.1	3.6	1.6	▲ 0.1	1.4	5.9	3.4	-	-	-	-
	資本収支	10億ドル	▲ 76.1	▲ 25.7	▲ 45.0	▲ 4.5	▲ 19.3	▲ 48.6	-	-	-	-	-
	外貨準備高	期末値、10億ドル	441.2	473.1	456.4	466.1	456.4	429.7	418.8	410.9	418.8	409.6	406.4
	外貨準備高/月間輸入額	カ月	16.6	16.9	16.0	16.0	14.7	17.8	15.6	15.8	15.6	14.1	-
	対外債務残高	期末値、百万ドル	538,871	636,412	728,859	716,253	728,859	715,819	-	-	-	-	-
		対GDP比、%	31.0	31.1	35.7	132.1	128.3	159.8	-	-	-	-	-
	デットサービスレシオ (注2)	%	10.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
財政収支	統合財政収支	10億ルーブル	861	260	▲ 848	378	▲ 1,762	528	559	333	35	-	-
		対GDP比、%	1.5	0.4	▲ 1.3	2.2	▲ 9.5	3.3	3.2	-	-	-	-
	連邦財政収支	10億ルーブル	442	▲ 39	▲ 323	285	▲ 976	566	543	348	243	-	-
		対GDP比、%	0.8	▲ 0.1	▲ 0.5	1.6	▲ 5.2	3.5	3.1	-	-	-	-
	プライマリー収支 (注3)	10億ルーブル	705	281	37	409	▲ 916	698	611	-	-	-	-
	政府債務残高	期末値、10億ルーブル	5,343	6,520	7,548	6,914	7,548	7,666	7,596	7,643	7,596	7,742	-
	対GDP比、%	9.5	10.5	11.3	39.4	40.6	47.9	42.9	-	-	-	-	
金利	レポ・レート (7日物)	期末値、%	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	7.00	7.50	7.50	7.50	8.00	8.00
為替	ルーブル/ドル	平均値	29.35	31.07	31.82	32.79	32.53	34.95	34.99	34.93	34.41	34.64	36.11
株価	MICEX指数	平均値	1,601.83	1,453.04	1,440.62	1,403.67	1,492.35	1,422.40	1,402.64	1,395.08	1,485.06	1,448.90	1,404.19

(注1) 国際収支は、IMF国際収支マニュアル第6版。資本収支はfinancial account (準備資産増減を除く)。

(注2) デットサービスレシオ=対外債務元利支払い/財・サービス・所得輸出。

(注3) プライマリー収支は、連邦財政収支から利払い費を除いたもの。

(出所) AEB (Association of European Businesses), CBR, Minfin, Rosstat, 世界銀行等より、みずほ総合研究所作成。