

# 景気悪化が進むロシア経済

## 危機対策のインフラ建設プロジェクトにも遅れ

欧米調査部主任研究員

金野雄五

03-3591-1317

yugo.konno@mizuho-ri.co.jp

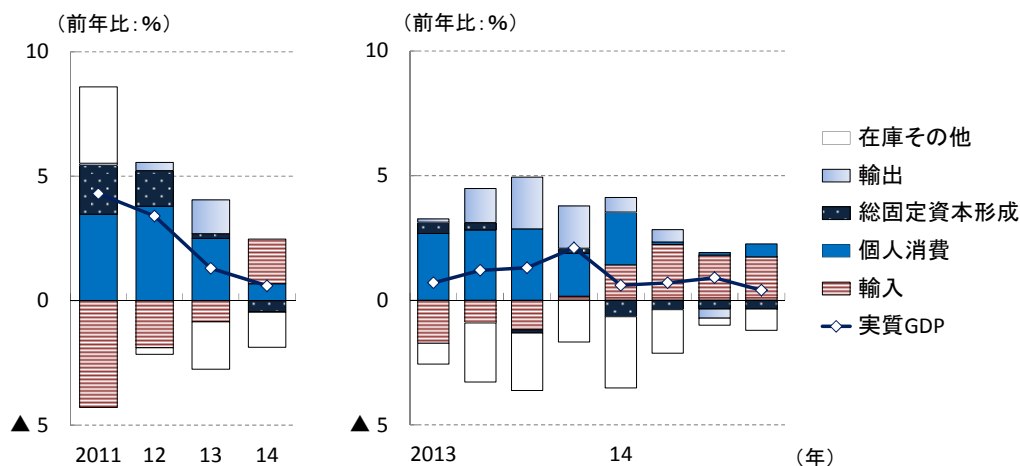
- 2014年のロシアの実質GDP成長率は+0.6%と、かろうじてプラス成長を維持したものの、2015年入り後は、内需を中心に景気悪化が急速に進行している
- 内需悪化の直接的な要因は、実質賃金の減少、銀行貸出の減速、企業収益の悪化などである。その背景には、欧米諸国による経済制裁や原油価格の下落、ルーブルの下落がある
- ロシア政府・中央銀行は、国民福祉基金を用いたインフラ建設プロジェクトの実施を中心に、一連の経済危機対策を講じつつあるが、その進捗には遅れが生じている

### 1. 景気の現状：投資の減少に加えて個人消費の減速も鮮明に

2014年のロシアの実質GDP成長率は+0.6%となり、すでに低成長であった2013年（同+1.3%）よりもさらに低い成長率となった<sup>1</sup>。需要項目別にみると、2013年と比べて悪化が著しかったのは内需、とくに個人消費である（図表1）。

個人消費は、GDPの約半分を占める最大の需要項目である。個人消費の増加率（前年比）は、2013年の+5.0%から2014年には+1.3%へと大きく低下し、その成長寄与度も2013年の+2.5%Ptから、2014年の+0.7%Ptへと大きく減少した。四半期別にみると、特に4-6月期以降、個人消費の減速が鮮明となっている。

図表1 ロシアの実質GDP成長率



(出所) Rosstatより、みずほ総合研究所作成。

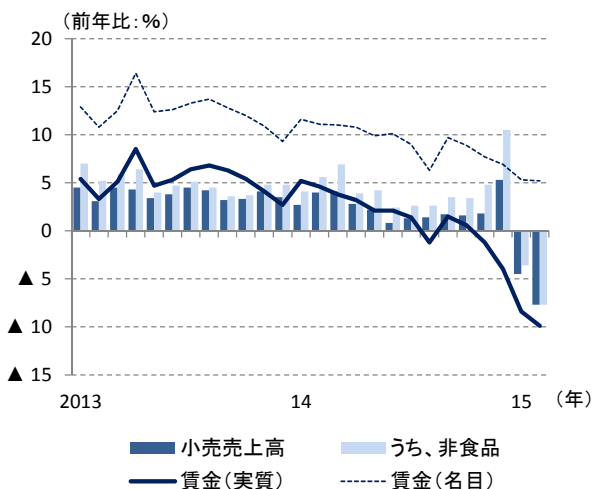
投資（総固定資本形成）も不振である。投資の増加率（前年比）は、2013年には+0.9%であったが、2014年にはすべての四半期において前年比マイナスとなり、通年では▲2.0%となった。これに伴い、投資の成長寄与度も2013年の+0.2%Ptから、2014年には▲0.4%Ptとマイナスに転じた。

輸出から輸入を差し引いた純輸出の成長寄与度は、2013年の+0.5%Ptから、2014年には+1.8%Ptへと増加したが、これは輸入の急減によるところが大きい。輸出については、2013年に前年比+4.6%、成長寄与度は1.4%Ptであったが、2014年には前年比▲0.1%とわずかに減少し、成長寄与度はほぼゼロとなった<sup>2</sup>。一方、輸入は、2013年に前年比+3.8%の増加であったが、2014年には、内需の悪化やルーブルの下落により同▲7.9%と急減した。

2014年の内需悪化の背景について、直近の動向も含めてやや詳しく見てみよう。まず、個人消費の減速については、実質賃金の伸び率の鈍化による影響が大きい。実質賃金の伸び率（前年比）と小売売上高の推移をみると、まず実質賃金の伸び率が2014年2月から低下し始め、2カ月後の4月からは小売売上高も低下傾向を辿るようになった（図表2）。その後、実質賃金は、2014年11月から前年比マイナスとなり、2015年1月以降はマイナス幅が急速に拡大している。一方、小売売上高は、2014年11-12月に前年比+4.8%（11月）、同+10.5%（12月）と急増した。ただし、これは当時ルーブルの急落が生じた中で、家計が将来的な物価上昇を見込んで自動車や家電などの耐久消費財の購入を急いだためとみられている。実際、買い急ぎが一服したとされる2015年1月以降は、小売売上高も実質賃金と同様、前年比で大幅なマイナスで推移している。なお、2015年1月以降の実質賃金の大幅な減少は、ルーブルの急落に伴うインフレ率の上昇（詳細は後述）によるところが大きく、名目賃金は前年比+5%を超える高い伸び率が続いている。

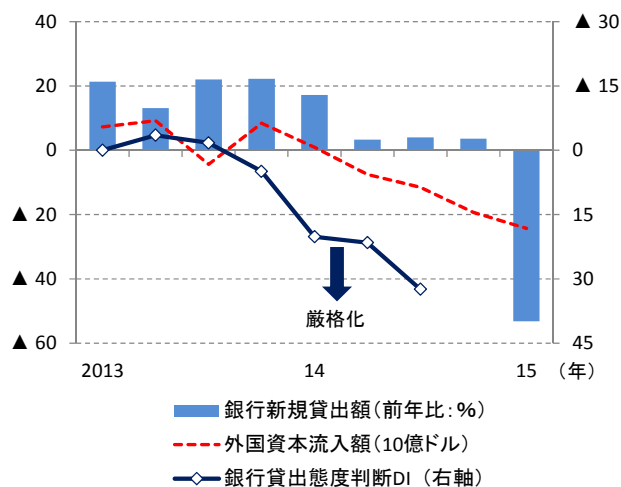
投資の減少については、地政学リスク（ウクライナ危機）による先行き不透明感の高まりに加えて、銀行の企業向け貸出の減速や、企業の収益悪化という、資金面の制約による影響が大きいとみられる。ロシアの銀行部門の貸出態度は、外国からの資本流入（対外負債の増加）の減少を背景に、すでに2014年1-3月期から厳格化が進み、欧米諸国による経済制裁（8月）が開始された同年7-9月期には、貸出

図表2 賃金と小売売上高



(出所) Rosstat より、みずほ総合研究所作成

図表3 銀行貸出態度と新規貸出額



(注) 外国資本流入額は、銀行部門のみ（負値は純流出）。

(出所) CBR より、みずほ総合研究所作成

態度の厳格化が一層強まった（図表3）<sup>3</sup>。銀行の貸出態度の厳格化が進行するにつれて、企業向け新規貸出額の増加ペースは急速に鈍化し、それが2014年における投資減少の一因になったと考えられる。さらに、銀行の新規貸出額は、2015年1-2月期に前年比▲53.2%と急減し、投資も同▲6.4%と大きく落ち込んだ。この銀行貸出額の急減については、2014年12月にロシア中銀が実施した急激な利上げ（詳細は後述）の影響が大きかったと考えられる。

企業収益の悪化も投資減少に影響しているとみられる。2014年のロシアの企業部門（小企業、銀行、保険業を除く）の経常利益総額は、2013年と比べて約10%、金額にして約6,400億ルーブル減少した。業種別・時期別にみると、製造業や運輸・通信業、商業の2014年下期における経常利益の減少が著しい（図表4）。この主な原因としては、ルーブルの下落による影響、すなわち、中間投入財の輸入価格の上昇や、外貨建て債務の利払い負担の増大、為替差損の増加などが指摘されている（Balashova, 2015）。製造業および運輸・通信業は、ロシアの投資総額の約20%ずつを占める主要投資業種であることから、これらの業種の収益悪化に伴う投資の減少が、ロシア全体の投資減少につながっていると考えられる<sup>4</sup>。

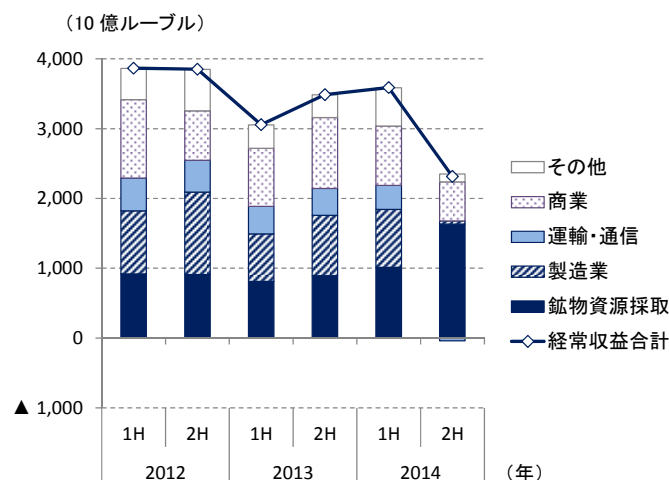
## 2. 財政・金融政策の動向

### （1）財政政策：歳出削減の方向で2015年連邦予算を修正へ

ロシアの連邦財政収入の約半分は、石油ガス収入によって占められるため、2014年後半の油価急落により、2015年の連邦財政は深刻な歳入不足に陥ることが避けられない状況となっている<sup>5</sup>。こうした状況変化を受けて、現在ロシアでは、歳出削減の方向で2015年連邦予算（2014年12月1日付連邦法No. 384）の修正が進められている。

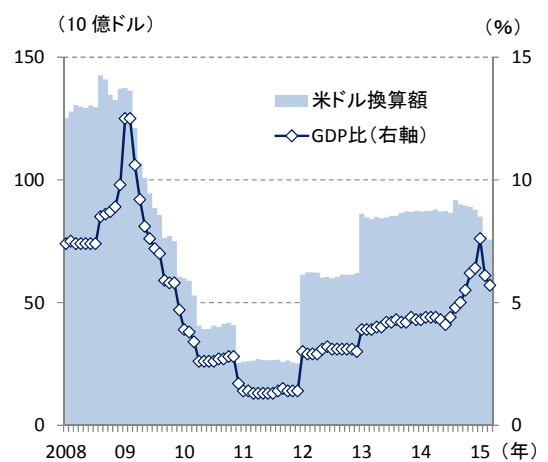
ロシアの連邦予算の編成方式と、2015年予算の修正の方向性について、やや詳しく見てみよう。2015年連邦予算は、2013年から導入された新たな編成方式に基づいて策定されたものである。この方式は、油価の変動による財政支出への影響を抑制することを目的としており、次の3点を骨子とする。第1

図表4 業種別経常利益の推移



（注）小企業、銀行、保険業を除く。  
（出所）EMISSより、みずほ総合研究所作成

図表5 予備基金の残高規模の推移



（注）予備基金は、米ドル、ユーロ、英ポンド建て中銀預金として運用されている。  
（出所）Minfinより、みずほ総合研究所作成

に、歳入額は、各年の予測油価（年平均）に基づいて算定される一方で、歳出額は、過去数年間の油価（Urals）の平均値である「基礎原油価格」に基づいて算定される。具体的には、基礎原油価格から計算される予想歳入額に、GDP比1%相当額を加えた額を歳出額の上限とする。第2に、実際の油価が基礎原油価格を上回った場合、基礎原油価格から計算される石油・ガス収入を上回る石油・ガス収入が、過去の財政余剰を蓄えた予備基金に繰入れられる。第3に、実際の油価が基礎原油価格を下回った場合、石油・ガス収入の不足分が予備基金から支出される。

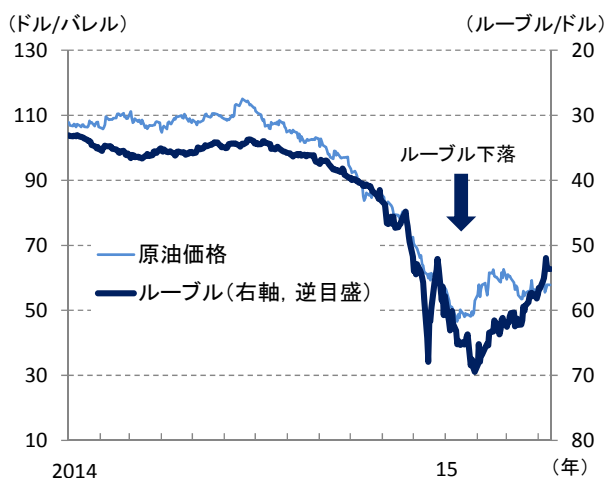
2015年連邦予算は、油価やルーブルの急落が生じる前に経済発展省が策定した経済予測（Minekon, 2014）に基づいている。このため、歳入額が予測油価（100ドル/バレル）に基づいてGDP比19.5%とされる一方、歳出額は基礎原油価格（96ドル/バレル）に基づいてGDP比20.0%、財政収支はGDP比▲0.5%とされている。しかし、その後の油価急落により、実際の年平均油価が基礎原油価格を大幅に下回ることがほぼ確実となり、多額の歳入不足が発生することが避けられない状況となった<sup>6</sup>。前述の通り、現行の予算方式では、実際の油価が基礎原油価格を下回ったとき、石油ガス収入の不足分は予備基金からの支出によって賄われることになっている。この場合、歳出規模は維持されるため、景気に対しては下支え要因となる。しかし、予備基金の残高規模はGDP比6%程度であり、その支出能力には限界がある（図表5）。そこで、ロシア政府は、2015年連邦予算については上記の予算方式を適用しないこととし、歳出の削減にまで踏み込んだ予算の修正を進めている<sup>7</sup>。

## （2）金融政策：緊急利上げ後の段階的な利下げが続く

ロシア中銀は、2014年12月に緊急利上げをした後、足元では段階的な利下げを進めている。しかし、為替レートやインフレ率の状況からすると、今後の利下げペースは緩慢となろう。

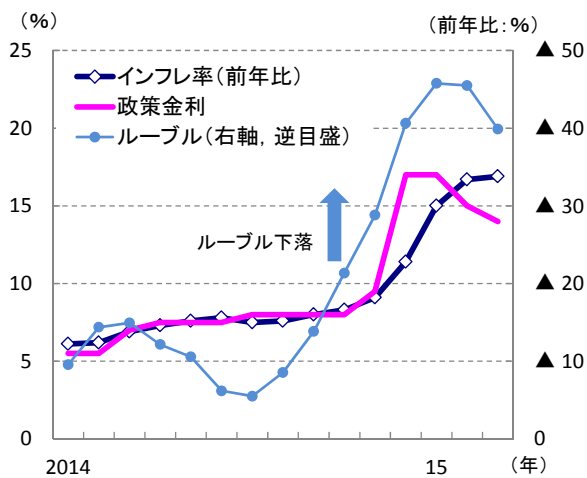
2014年後半に急落したルーブルの対ドル・レートは、2015年1月末にかけて下げ止まり、その後は上昇基調で推移している（図表6）。この背景としては、2014年12月16日のルーブル防衛を目的としたロシア中銀の緊急利上げ（1週間物レポレート最低金利：10.5%→17.0%）に加え、それまでのルー

図表6 ルーブル相場と原油価格



（注）原油価格はBrent。  
（出所）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表7 インフレ率と政策金利



（注）ルーブルは、月間平均のドル/ルーブル・レートの前年比。  
（出所）CBRより、みずほ総合研究所作成

ブル下落を引き起こしていた諸要因の剥落、すなわち、原油価格の下げ止まりと緩やかな上昇、主要格付け機関による相次ぐ格下げの動きが一段落したこと、ウクライナ東部における紛争状態が停戦合意（2月12日調印）を境に小康状態に向かったこと、等が影響したとみられる<sup>8</sup>。ただし、今後を展望すると、原油価格が短期間で急落前の高値にまで戻る可能性は低いとみられること、また、ウクライナ東部の紛争が再燃する可能性が燻っていることなどから、ルーブル相場の回復力は弱く、当面は概ね足元の水準で推移していくと予想される。

インフレ率は、2014年1-9月期の平均で前年比+7.2%だったが、同年11月から急加速し、2015年3月には+17.5%にまで上昇した（図表7）。このような急速な物価上昇は、前述のルーブルの急落に加え、ロシア政府が2014年8月に導入した、欧米諸国に対する報復措置（EUおよび米国からの農畜産物輸入の禁止）によるところが大きいと考えられる。ロシア中銀は、足元のインフレ率の上昇が供給サイドの要因による一時的なものであり、需要サイドからのインフレ圧力は弱まっているとして、2月と3月にそれぞれ2.0%Pt、1.0%Ptの利下げを実施した。

ロシア中銀は利下げ時のプレスリリースにおいて、今後もインフレ・リスクを見極めつつ、さらなる利下げの用意があるとしている。ただし、インフレ率の収束にはなお時間がかかるとみられるほか、ルーブルの下落圧力も根強い状況下、政策金利の引き下げペースは緩慢なものになると予想される。

### 3. 今後の展望

ロシア経済の今後については、ウクライナ危機の長期化や原油安の継続を背景に、内需を中心とする景気悪化が続くと予想される。

投資が回復に向かう可能性は、短期的にはきわめて低いと考えられる。欧米諸国の経済制裁の長期化や、ロシア中銀による利下げの遅れが見込まれることから、銀行貸出の減少は続くだろう。2015年には、国民福祉基金を用いたインフラ建設プロジェクト（詳細は後述）の実施が予定されているが、その進捗は遅れ気味であり、投資の減少を食い止めるには至らないと予想される。

個人消費の先行きも厳しい。これまでのインフレ率の上昇による実質賃金の減速に加えて、今後は企業収益の悪化による影響が、名目賃金の減少や雇用環境の悪化として顕在化することで、個人消費が一段と下押しされると予想される。

2015年の実質GDP成長率に関するロシア政府の予測値は、+1.2%（2014年9月時点）から▲3.0%（2015年2月時点）へと大きく引き下げられた（Minecon, 2014, 2015）。ウクライナ東部における紛争の再燃や、原油価格の再下落などは、さらなる景気下振れリスクとなる可能性がある。

図表8 ロシアの成長率等の見通し

		2014 実績	2015 予測	2016 予測
実質 GDP 成長率 (%)	IMF コンセンサス ・フォーキャスト	+ 0.6	▲3.8	▲1.1
	ロシア政府		▲4.0	+ 0.2
			▲3.0	-
インフレ率 (%)	IMF コンセンサス ・フォーキャスト	+ 11.4	+ 12.0	+ 8.0
	ロシア政府		+ 13.0	+ 7.2
			+ 12.2	-
為替レート (年平均: ルーブル/ドル)	ロシア政府	38.0	61.5	-

(注) IMFは2015年4月、コンセンサス・フォーキャストは2015年4月、ロシア政府は2015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 (2015) より、みずほ総合研究所作成

#### 4. トピックス：ロシア政府・中銀による経済危機対策の概況

ロシアでは、昨年後半からの経済悪化を受けて、政府および中銀が様々な経済危機対策の策定と実行を進めている。以下では、現在ロシア政府および中銀が進めている経済危機対策のうち、主要なものについて、その概要と実施状況を整理する。

##### (1) 国民福祉基金を用いた危機対策：インフラ建設プロジェクトと国内銀行の資本増強

ロシア政府による危機対策において、中心的な役割を担うと期待されるのが、国民福祉基金を用いたインフラ建設プロジェクトの実施である。ただしその進捗は、やや遅れ気味となっている。

同基金は予備基金と同様、過去の油価高騰時の財政余剰を蓄えたもので、その残高は2015年3月末時点で4兆3,500億ルーブル（約744億ドル、2014年GDP比6.1%）に達する。同基金は、主にロシア中銀における外貨建て預金や、政策金融機関のVEB（対外経済銀行）におけるルーブルおよび米ドル建て預金として運用されてきたが、運用先に関する規定の修正（2013年11月5日付政府決定 No. 990）により、最大で1兆7,400億ルーブルまでを、ロシア政府が承認するインフラ建設プロジェクトへの投融資によって運用することが可能になっていた。この規定に基づき、現在までにモスクワ州環状道路建設、バム鉄道・シベリア横断鉄道近代化、ヤマルLNG（いずれも1,500億ルーブル）など合計11件、金額にして8,150億ルーブル（同基金残高の約20%）のプロジェクトが政府によって承認された。そして、政府によって承認された11件のうち、6件（図表9：①～⑥）については、2014年12月と2015年2-3月に、それまでロシア中銀における外貨預金として運用されていた国民福祉基金の一部を振り替える形で、

図表9 国民福祉基金の運用先の推移

	通貨	2014年				2015年		【参考】2015年3月		
		8月	9月	10月	12月	2月	3月	10億ルーブル	10億ドル	GDP比 (%)
		各通貨(10億)								
ロシア中銀預金	米ドル	24.4	24.4	24.4	23.6	22.4	21.4	1,250.0	21.4	1.8
	ユーロ	24.0	24.0	24.0	23.3	23.3	22.4	1,417.6	24.2	2.0
	英ポンド	4.4	4.4	4.4	4.2	4.2	4.1	355.2	6.1	0.5
								560.4	9.6	0.8
対外経済銀行 (VEB) 預金	ルーブル	474.0	260.0	235.0	195.0	195.0	195.0	195.0	3.3	0.3
	米ドル	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	365.4	6.3	0.5
ウクライナ国債	米ドル	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	175.4	3.0	0.2
銀行優先株	ルーブル		214.0	239.0	279.0	279.0	279.0	279.0	4.8	0.4
VTB ロシア農業銀行 ガスプロムバンク			214.0	214.0	214.0	214.0	214.0	214.0	3.7	0.3
				25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	0.4	0.0
					40.0	40.0	40.0	40.0	0.7	0.1
インフラ建設プロジェクト関連証券	ルーブル				105.1	180.1	187.6	187.6	3.2	0.3
①スマートグリッド建設 ②過疎地デジタル・デバイド解消 ③ヤマル LNG ④バム鉄道・シベリア鉄道近代化 ⑤フィンランド原発「ハンキヴィ1」					1.1	1.1	1.1	1.1	0.0	0.0
					4.1	4.1	4.1	4.1	0.1	0.0
						75.0	75.0	75.0	1.3	0.1
							50.0	50.0	0.9	0.1
							57.5	57.5	1.0	0.1
VTB 経由インフラ・プロジェクト・ファイナンス	ルーブル				100.0	100.0	126.0	126.0	2.2	0.2
⑥モスクワ州環状道路建設 その他 (未定)					100.0		26.0	26.0	0.4	0.0
						100.0	100.0	100.0	1.7	0.1
合計								4,351.2	74.4	6.1

(注) 1. ①～⑥は、政府によって承認されたインフラ建設プロジェクト。⑥は、VTB 向け劣後預金を経由した社債購入。

2. 参考欄は、2015年3月末時点の為替レート（ロシア中銀公表）および2014年の名目GDPに基づいて算出。

(出所) Minfin, CBR, Rosstat より、みずほ総合研究所作成

プロジェクト実施企業が発行した社債の購入が行われた。ただし、これらの社債の購入額合計は現時点で2,136億ルーブルと、前述の上限額（1兆7,400億ルーブル）の1割強に過ぎないことから、インフラ建設プロジェクトの進捗の遅れが懸念される状況となっている。

国民福祉基金を用いた政府の危機対策としては、もう1つ、国内銀行の資本増強がある。ロシア政府は2014年8月、同基金を用いて、国内の3つの銀行（VTB、ロシア農業銀行、ガスプロムバンク）が発行する優先株を購入することを決定した（2014年8月22日付政府決定No. 839）<sup>9</sup>。この決定に基づき、2014年9月にVTB、10月にロシア農業銀行、12月にガスプロムバンクの優先株の購入が行われた（金額はそれぞれ、2,140億、250億、400億ルーブル。3銀行合計で2,790億ルーブル）。国民福祉基金による銀行の優先株購入は、すべて同基金のVEB預金（ルーブル建て）からの振り替えによって行われたため、同預金の残高は2014年9-12月の4カ月間で、銀行優先株の購入額と同額の2,790億ルーブル減少した<sup>10</sup>。

## **（2）2014年連邦予算を財源とする危機対策：1兆ルーブルの国内銀行の資本増強**

ロシア政府による危機対策としては、2014年の連邦予算を財源とするものもある（図表10）。これは、政府が1兆ルーブルの国債（OFZ：ロシア連邦債）を発行した上で、その国債を預金保険庁（DIA：Deposit Insurance Agency）を通じて、国内銀行が発行する劣後債と交換することで、国内銀行の資本を増強するスキームである。同スキームの詳細は以下の通りである（2015年1月13日付DIA理事会決定）。

まず、資本増強の対象となるのは、2014年末時点で預金保険制度に参加しており、自己資本（バーゼルⅢ基準）が250億ルーブル以上、総資産に占める個人向け貸出残高（抵当付住宅ローンを除く）の割合が40%以下、等の条件を満たす銀行に限られる。また、資本増強額は、当該銀行の自己資本額（2014年末時点）の25%以下とされている。さらに、本スキームによる資本増強を受けた銀行には、いくつかの義務が課される。すなわち、①抵当付住宅ローンや中小企業向け貸出の合計残高を、月あたり1%以上のペースで3年間増加させる、②役員報酬および従業員賃金を3年間凍結する、③本スキームの適用期間中、株主による増資または利益の75%以上を自己資本に繰り入れる方法によって、自己資本額を資本増強額の50%以上、増やさなければならない、等の義務である。これらの義務に違反した銀行には、1年あたり、資本増強額の2%を上限とする罰金が科される。

進捗状況をみると、国債発行については、2014年連邦予算法の修正（2014年12月27日付連邦法No. 448）を経て、同年12月31日に合計1兆ルーブルのOFZ（償還期限2015～2034年の5銘柄、2,000億ルーブルずつ）が発行された。その後2月5日には、資本増強スキームの適用条件を満たす27銀行のリストが、DIAによって公表されている（同リストには、前述の国民福祉基金による資本増強を受けた3銀行が含まれる）。今後は、5月末までに、リストにある銀行が本スキーム適用の申請をDIAに提出し、9月末までに、当該銀行とDIAの間で詳細を定めた合意書が締結された後、資本増強が実施される予定となっている。

## **（3）ロシア中銀による危機対策：企業の債務返済支援と投資プロジェクトのリファイナンス**

ロシア中銀による危機対策のうち、主要なものは2つある。1つは、2014年12月24日付中銀プレスリリースで公表された、企業の対外債務返済支援である。これは、国内銀行（自己資本1,000億ルーブル



ル以上の銀行およびVEB) による国内企業向け外貨建て貸出債権を担保として、ロシア中銀が当該銀行に外貨建て貸出を行うスキームであり、国内企業による対外債務から対内債務への切り替えを、ロシア中銀が間接的に支援する狙いがあるとみられる。ロシア中銀から国内銀行への外貨建て貸出には、期間28日間および365日間の2種類があり、金利はそれぞれLIBOR+2.25%、LIBOR+2.75%を下限とする入札によって決定される<sup>11</sup>。この入札は、2015年1月から月1回のペースで実施されており、2015年2月末時点のロシア中銀の貸出残高は43億ドル（うち、期間28日間のものが25億ドル）に達している。ロシア中銀によれば、同スキームによる貸出残高の上限は500億ドルであり、2017年末まで実施予定である。

ロシア中銀による主要な危機対策のもう1つは、投資プロジェクトのリファイナンスである。これは、政府が承認する投資プロジェクト向けに貸出を行う国内銀行に対して、ロシア中銀が最大で3年間、政策金利よりも低い金利で資金を貸し出すスキームである（国内銀行による投資プロジェクト向け貸出債権が担保）。同スキームの適用対象となる国内銀行や投資プロジェクトには、それぞれ条件が定められており、①銀行については、自己資本が1,000億ルーブル以上であること等が、②投資プロジェクトについては、事業総額が10～200億ルーブルであること、借入による資金調達比率が80%以下であること等が条件とされている（2014年10月11日付政府決定No. 1044）。2015年3月15日までに、3件の投資プロジェクト（VTBによるモスクワ市3G/4Gネットワーク建設プロジェクト、およびロシア農業銀行による2件の養鶏コンプレクス建設プロジェクト）が政府によって承認され、ロシア中銀からこれらの銀行向けに合計292億ルーブルの貸出が承認されている。本スキームによるロシア中銀の国内銀行向け貸出金利は、現在、政策金利（14.0%）の半分以下となる6.5%に設定されている。なお、ロシア中銀の貸出を受けた国内銀行による投資プロジェクト向け貸出金利は、ロシア中銀の貸出金利（現在6.5%）プラス2.5%Pt以下とすることが政府決定によって義務付けられている。

図表 10 政府・中銀の経済危機対策



(注) 金額は予定・上限額。ドル換算額は54ルーブル/ドルによる。

(出所) 各種資料より、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].

EMISS (ロシア省庁間統一情報統計システム) [http://www.fedstat.ru/indicators/start.do].



Minfin (ロシア財務省) [http://www.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 (2014) 「制裁長期化により景気後退リスクが高まるロシア経済」『みずほインサイト』9月22日 [http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/eu140922.pdf].

服部倫卓 (2014) 「クリミア経済の基礎知識」『ロシアNIS経済速報』4月5日号 (No. 1624) .

Balashova, Elena (2015) Pribyl' ekonomiki: rekordy i antirekordy-2014, "Kommentarii o gosudarstve i biznese, No. 90," Mar. 14-27 [http://www.hse.ru/data/2015/04/02/1096588548/KGB\_90.pdf].

Minekon (ロシア経済発展省) (2014) Prognoz sotsial'no-ekonomicheskogo razvitiia Rossiiskoi Federatsii na 2015 god i na planovyi period 2016 i 2017 godov, Sep. 26 [http://economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/201409261].

Minekon (2015) Prognoz sotsial'no-ekonomicheskogo razvitiia Rossiiskoi Federatsii na 2015 god, Feb. 16 [http://economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/20150216].

---

<sup>1</sup> 2014年のGDPには、ロシアが同年3月に編入したクリミア自治共和国およびセヴァストポリ市の地域総生産 (RDP) が含まれるが、2013年のGDPには含まれない。このため、ロシアの2014年の実質GDP成長率は過大評価となっていると考えられる。編入された両地域のRDPは、2012年においてロシアのGDPの0.4%程度 (服部, 2014) とみられる。

<sup>2</sup> なお、2014年のロシアの天然ガス (気体) 輸出量は、前年比▲11.3%となる1,743億m<sup>3</sup>であった (CBR)。この天然ガス輸出量の減少には、ウクライナ向け天然ガス供給の停止 (2014年6-11月) が影響しているとみられる。

<sup>3</sup> 欧米諸国による対ロシア経済制裁、および、それに対するロシアの報復措置の詳細については、金野 (2014) 参照。

<sup>4</sup> 2013年の投資総額 (小企業を除く) に占める上位3業種は、運輸・通信 (21.0%)、鉱物資源採取 (20.4%)、製造業 (17.7%) であり、これら3業種による2014年の投資の前年比増加率は、それぞれ▲7.9%、+5.9%、▲1.4%であった (Rosstat)。

<sup>5</sup> 石油ガス収入は、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税収によって構成される。このうち、天然ガスの採掘税以外は、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。さらに、原油・石油製品の輸出関税と原油採掘税は、原油の国際市場価格 (Urals) の上昇 (下落) に応じて、従量税率が引き上げ (引き下げ) られる方式になっている。例えば、原油の輸出関税率 (T) は、油価 (P) に応じて、次式によって算定される (T, Pともにドル/バレル表示) :  $T=0.42 \times (P-25) + 4$ 。この税率式によれば、油価100ドル/バレルの時の税率は35.5ドル/バレル、油価50ドル/バレルの時の税率は14.5ドル/バレルとなる。

<sup>6</sup> 実際、すでに2015年連邦予算の下で石油・ガス収入の不足が生じたことから、2015年2月、予備基金から5,000億ルーブル (約80億ドル、GDP比約0.5%) が連邦財政に支払われた (Minfin)。

<sup>7</sup> 報道によれば、ロシア財務省が政府に提出した2015年連邦予算修正案は、ロシア経済発展省が新たに策定した経済予測 (Minekon, 2015) に基づいており、予想油価は1バレルあたり100ドルから50ドルに引き下げられ、それに応じて、歳入も当初予算から削減される。ただし、それでも財政収支はGDP比▲3.7%になると見込まれており、この財政赤字の全額が予備基金からの支出によって賄われるとすると、予備基金の残高は2015年だけで半分以下に目減りすることになる。

<sup>8</sup> ロシアの民間部門からの純資本流出額は、ルーブルが急落した2014年10-12月期は774億ドルであったのに対して、2015年1-3月期には326億ドルへと半減した (CBR)。

<sup>9</sup> 国民福祉基金による優先株の購入が行われた3つの銀行は、いずれも2014年8月に欧米諸国が発動した経済制裁 (欧米金融市場におけるファイナンス提供の禁止) の対象となっていることから、この措置には、欧米市場での資金調達に困難になった国内銀行を、国民福祉基金によって救済する狙いがあると考えられる。

<sup>10</sup> なお、2015年1月にロシア政府が発表した「経済発展および社会安定化を確保するための緊急措置プラン」 (2015年1月27日付政府指令No. 98) では、60項目に及ぶ危機対策の1つとして、国民福祉基金を原資に、VEBによるリアルセクター (中小企業など) 向け貸出残高を3,000億ルーブル増やすことが計画されている。

<sup>11</sup> 下限金利は、4月20日付中銀プレスリリースによる。なお、本スキームの導入当初、下限金利はいずれもLIBOR+0.75%に設定されていたが、その後、段階的に引き上げられている。

# 主要経済指標一覧

		2012	2013	2014	2014/4-6	2014/7-9	2014/10-12	2015/1-3	2014/12	2015/01	2015/02	2015/03	
名目 GDP	百万ドル	2,001,175	2,080,141	1,880,600	494,424	517,471	424,404	-	-	-	-	-	
	一人当たり、ドル	13,994	14,476	13,087	3,450	3,611	2,962	-	-	-	-	-	
実質 GDP	前年比、%	3.4	1.3	0.6	0.7	0.9	0.4	-	-	-	-	-	
	個人消費	前年比、%	7.8	5.0	1.3	0.2	0.2	1.0	-	-	-	-	
	政府消費	前年比、%	2.6	1.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	-	-	-	-	
	総固定資本形成	前年比、%	6.7	0.9	▲ 2.0	▲ 1.9	▲ 1.7	▲ 1.2	-	-	-	-	
	輸出	前年比、%	1.1	4.6	▲ 0.1	1.7	▲ 1.3	▲ 2.3	-	-	-	-	
	輸入	前年比、%	8.7	3.8	▲ 7.9	▲ 9.6	▲ 7.6	▲ 7.8	-	-	-	-	
	生産	前年比、%	3.4	0.4	1.7	1.8	1.5	2.1	▲ 0.4	3.9	0.9	▲ 1.6	▲ 0.6
	鉱工業生産	前年比、%	1.0	1.1	1.4	0.9	1.1	2.4	0.7	3.0	1.5	0.1	0.4
	製造業	前年比、%	5.1	0.5	2.1	2.8	1.8	1.6	▲ 1.6	4.1	▲ 0.1	▲ 2.8	▲ 1.9
商業販売	小売売上高	前年比、%	6.3	3.9	2.5	1.9	1.4	3.1	-	5.3	▲ 4.5	▲ 7.7	-
	乗用車販売台数	前年比、%	10.7	▲ 5.5	▲ 10.3	▲ 12.2	▲ 23.0	▲ 2.6	▲ 36.3	2.4	▲ 24.4	▲ 37.9	▲ 42.5
雇用	失業率	期中平均値、%	5.5	5.5	5.2	5.0	4.9	5.2	-	5.3	5.5	5.8	-
	雇用者数	前年比、%	1.0	▲ 0.2	0.2	0.1	0.2	0.5	-	0.7	0.5	▲ 0.9	-
物価	消費者物価	期末値、前年比、%	6.6	6.5	11.4	7.8	8.0	11.4	16.9	11.4	15.0	16.7	16.9
	コア消費者物価	期末値、前年比、%	5.7	5.6	11.2	7.5	8.2	11.2	17.5	11.2	14.7	14.7	17.5
国際収支 (注1)	貿易収支	10億ドル	191.7	181.9	189.7	51.7	45.3	42.3	-	13.9	15.0	13.6	-
	輸出	前年比、%	2.3	▲ 0.8	▲ 4.9	4.0	▲ 4.0	▲ 16.5	-	▲ 22.5	▲ 30.5	▲ 19.9	-
	輸入	前年比、%	5.4	1.7	▲ 9.8	▲ 4.5	▲ 7.8	▲ 20.0	-	▲ 24.6	▲ 40.7	▲ 35.4	-
	経常収支	10億ドル	71.3	34.1	59.5	12.2	6.0	15.4	-	-	-	-	-
		対GDP比、%	3.6	1.6	3.2	2.5	1.2	3.6	-	-	-	-	-
	資本収支	10億ドル	▲ 25.7	▲ 45.0	▲ 133.8	▲ 27.8	▲ 6.0	▲ 52.9	-	-	-	-	-
	外貨準備高	期末値、10億ドル	473.1	456.4	327.7	418.8	396.8	327.7	298.7	327.7	315.8	302.3	298.7
	外貨準備高/月間輸入額	カ月	16.9	16.0	12.8	15.6	14.8	13.2	-	13.4	25.3	19.4	-
	対外債務残高	期末値、百万ドル	636,420	728,864	597,254	732,777	680,857	597,254	559,359	-	-	-	-
	対GDP比、%	31.1	36.0	47.1	142.4	143.2	98.1	-	-	-	-	-	
財政収支	統合財政収支	10億ルーブル	260	▲ 848	▲ 845	559	455	▲ 2,387	-	▲ 2,393	▲ 172	-	-
		対GDP比、%	0.4	▲ 1.3	▲ 1.2	3.2	2.4	▲ 12.0	-	-	-	-	-
	連邦財政収支	10億ルーブル	▲ 39	▲ 323	▲ 334	543.1	450.5	▲ 1,503.1	-	▲ 1,646	▲ 216	-	-
		対GDP比、%	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.5	3.1	2.4	▲ 7.5	-	-	-	-	-
	プライマリー収支 (注2)	10億ルーブル	281	37	82	611	592	▲ 1,429	-	-	-	-	
	政府債務残高	期末値、10億ルーブル	6,520	7,548	10,299	7,596	7,856	9,020	10,113	10,299	10,984	10,485	10,113
	対GDP比、%	10.5	11.4	14.4	43.9	42.0	45.3	-	-	-	-	-	
金利	レボ・レート (7日物)	期末値、%	5.50	5.50	17.00	7.50	8.00	17.00	14.00	17.00	17.00	15.00	14.00
為替	ルーブル/ドル	平均値	31.07	31.82	37.97	34.99	36.18	46.96	62.16	55.41	61.70	64.63	60.23
株価	MICEX指数	平均値	1,440.62	1,428.95	1,667.12	1,402.64	1,432.29	1,456.61	1,664.30	1,469.99	1,583.67	1,753.44	1,656.60

(注1) 国際収支は、IMF国際収支マニュアル第6版(符号は第5版)に準拠。資本収支はfinancial account(外貨準備増減を除く)。

(注2) 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。