

世界金融危機とロシア経済の現状

北海道大学スラブ研究センター教授 田畑伸一郎

はじめに

本稿では、2008年9月に表面化した世界金融危機がロシア経済に与えた影響について考察する。ロシアにおいては、世界金融危機の影響は、直接的には、外国からの資金の引き上げ、ルーブルの減価、原油価格の急落などの形で現れた。しかし、2008年9～10月時点では、この影響は軽微という見方があり、筆者自身もこうした見方を取っていた(田畑、2008c)。その根拠としては、外貨準備の大きさ、ロシア経済における金融セクターの役割の小ささ、原油価格が下がることによる輸入代替の可能性、その際の外資系企業の役割への期待などがあった。ところが、このような予想に反して、2008年11月から2009年1月にかけて、生産の低下や資本の流出、ルーブル・レートの低下などが深刻化し

ていくこととなった。2009年2月以降は、若干の回復の兆しが見えているものの、2009年の経済予測は次第に、より悲観的な方向に修正されている。すなわち、世界金融危機の影響は長く続くと見られている。本稿では、こうした状況について統計データをもとにマクロ経済の観点から検討する。

1. 生産の低下

ロシアでは、1999年から2007年まで年平均7%の経済成長が続いた(田畑、2008b)。2008年には世界金融危機の影響を受けたものの、同年上半期に原油価格の空前の高騰を背景に成長率が高まったために、2008年全体の実績としては、それほど悪くはなかった(田畑、2009)。GDPは5.6%

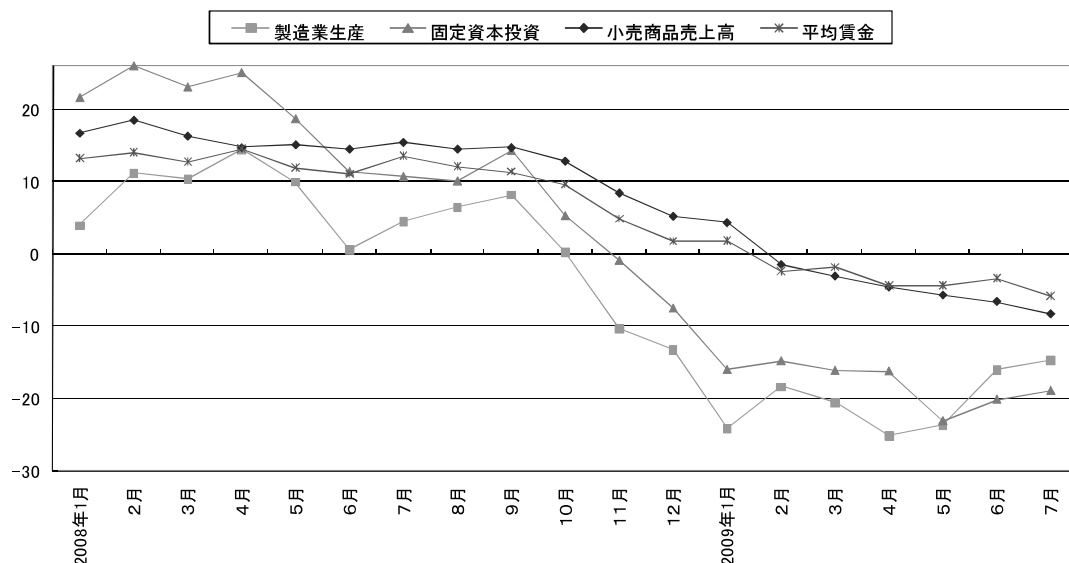
表1 ロシアの主要経済指標

	2007年	2008年	2008年 10-12月	2009年 1-3月	2009年 1-7月
GDP	8.1	5.6	1.2	▲ 9.8	▲ 10.4 ¹⁾
鉱工業生産	6.3	2.1	▲ 6.1	▲ 14.3	▲ 14.2
うち：製造業	9.5	3.2	▲ 7.7	▲ 20.8	▲ 20.3
固定資本投資	21.1	9.8	▲ 2.3	▲ 15.6	▲ 18.8
小売商品売上高	16.1	13.5	8.7	▲ 0.1	▲ 3.8
可処分所得	12.1	2.9	▲ 5.8	▲ 0.2	▲ 0.9
平均賃金	17.2	11.5	5.0	▲ 0.8	▲ 3.0

(注1) 2009年1-6月。

(出所) ロシア統計局ウェブサイト。

図1 ロシアの月別主要経済指標の推移 (2008～2009年)
(対前年同月比増加率 %)



(出所) ロシア統計局ウェブサイト。

増加し、投資や消費も10%程度の増加となった(表1)。ただし、鉱工業生産、とくに、製造業生産は、前年と比べて、成長率が大きく低下した。

しかし、2008年の第4四半期だけの数値を見ると、すべての指標について成長の鈍化は明らかである。とりわけ、鉱工業生産は第4四半期に対前年同期比6.1%の減少となり、固定資本投資も同2.3%の減少となった。2008年10月以降経済状況が悪化したことは、月別の指標(対前年同月比の指標)を示した図1から明らかである。とくに、製造業生産は、10月時点で対前年同月比ゼロ成長となり、11月以降、対前年同月比で減少となった。

経済状況は、2009年に入ってさらに悪化した。2009年第1四半期のGDPは対前年同期比9.8%の減少、第2四半期は同10.9%の減少となり、2009年上半期全体でも10.4%の減少となった。鉱工業生産や投資の落ち込みはさらに大きくなった(表1)。小売商品売上高や平均賃金も2009年に入ると対前年同期比でマイナスとなり、マイナス幅は、第2四半期以降いっそう大きくなった。

2008年第4四半期のGDPの成長率低下に対する生産部門別の寄与度を見てみると、2008年第3四半期までと比べて、製造業の落ち込みがもっとも大きく寄与したことが分かる(表2)¹。次いで、商業(卸売業・小売業・修理

業)の成長率低下が寄与した。2009年第1四半期におけるGDPのマイナス成長についても、製造業の寄与がもっとも大きく、商業、建設業、不動産業、運輸・通信業がそれに次いでいる。これらの諸部門は、まさに近年のロシアの高成長を支えていた部門である。

次に、GDP成長に対する支出項目別の寄与度を見ると、2008年第4四半期については、第3四半期までと比べて、輸出と投資(総固定資本形成)の減少がもっとも大きく成長率低下に寄与したことが分かる(表3の下段)。家計と在庫品増加がそれに次いでいる。2009年第1四半期については、GDPの減少をもたらした最大の要因は在庫品増加である。GDPの減少(9.8%)の87%を在庫品増加の減少がもたらしたことになる。名目値で見ると、在庫品増加は、2008年第1四半期の2,395億ルーブル増加から、2009年第1四半期の3,400億ルーブル減少に大きく変動した。この2008年と2009年の第1四半期を比べた場合の在庫品増加の減少の58.8%は生産在庫(原材料在庫)増加の減少、22.2%は商品在庫増加の減少によるものであった²。生産在庫の大幅減少は、後述する資金繰りの悪化にも関係すると見られる。

図2は、支出項目別の成長寄与度を図示したものである。2001年から2007年までほぼ同じような構造(成長メカニズ

表2 ロシアGDP成長の生産部門別寄与度(%)

	2008				2009
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
GDP(市場価格)	8.7	7.5	6.0	1.2	▲ 9.8
農林業	0.1	0.2	0.7	0.4	▲ 0.0
鉱業	0.1	0.2	0.1	▲ 0.4	▲ 0.2
製造業	1.0	0.9	0.7	▲ 1.6	▲ 3.7
電気・ガス・水道業	0.2	0.1	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2
建設業	1.1	0.9	0.5	0.2	▲ 0.9
卸売業・小売業・修理業	2.6	1.7	0.9	1.0	▲ 0.9
ホテル・レストラン業	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1
運輸・通信業	0.9	0.8	0.5	0.3	▲ 0.6
金融業	0.4	0.3	0.3	0.2	0.0
不動産業・物品賃貸業・事業サービス業	0.8	1.1	1.0	1.2	▲ 0.7
公務・国防・強制社会保障事業	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
その他	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.3
純生産物税	1.3	1.1	0.9	▲ 0.1	▲ 2.3

(出所) ロシア統計局ウェブサイトからの計算値。

¹ たとは、製造業の寄与度がマイナス1.6%であることは、製造業だけでGDPの1.6%の減少をもたらしたことを意味する。

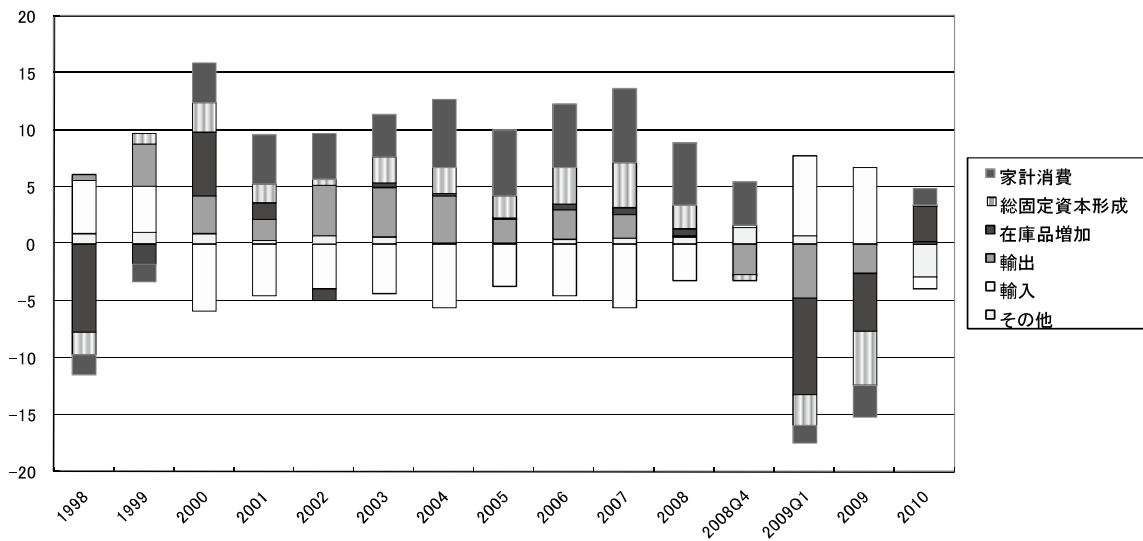
² ロシア統計局国民勘定局のイリーナ・マサコワ局長からの聞き取り(2009年8月4日)に基づく計算値である。商品在庫は、名目値で見ると、2009年第1四半期にも増加を記録している。

表3 ロシアGDP成長の支出項目別増加率・寄与度 (%)

	2008					2009			2010
	Q1	Q2	Q3	Q4	年間	Q1	Q2	年間	年間
増加率									
GDP (市場価格)	8.7	7.5	6.0	1.2	5.6	▲ 9.8	▲ 10.9	▲ 8.5	1.0
最終消費支出	9.3	10.3	9.7	6.6	8.9	▲ 1.9	▲ 2.3	▲ 4.3	▲ 1.8
家計	12.2	13.4	12.2	8.0	11.3	▲ 3.2	…	▲ 5.9	2.5
政府	2.6	2.3	2.5	2.4	2.5	1.3	…	0.3	▲ 13.2
非営利組織	▲ 3.2	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 1.4	▲ 1.3	…	▲ 2.0	▲ 2.0
総蓄積	17.2	21.0	13.4	▲ 2.1	11.1	▲ 56.0	▲ 66.4	▲ 38.3	18.2
総固定資本形成	23.5	17.4	12.1	▲ 2.0	10.0	▲ 16.3	▲ 15.2	▲ 21.5	0.4
在庫品増加	▲ 8.6	44.5	17.1	1.4	18.4	…	…	…	…
純輸出	▲ 9.5	▲ 43.4	▲ 59.4	▲ 39.9	▲ 36.0	17.2	72.9	45.2	▲ 14.8
輸出	9.8	0.3	2.0	▲ 8.7	0.5	▲ 14.5	▲ 4.5	▲ 8.3	0.8
輸入	20.9	19.4	21.5	0.9	15.0	▲ 34.3	▲ 41.1	▲ 30.6	5.0
寄与度									
GDP (市場価格)	8.7	7.5	6.0	1.2	5.6	▲ 9.8	▲ 10.9	▲ 8.5	1.0
最終消費支出	6.6	6.9	6.1	4.2	5.9	▲ 1.3	▲ 1.5	▲ 2.8	▲ 1.4
家計	6.1	6.5	5.7	3.8	5.4	▲ 1.5	…	▲ 2.8	1.4
政府	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	…	0.1	▲ 2.8
非営利組織	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	…	▲ 0.0	▲ 0.0
総蓄積	3.1	4.8	3.8	▲ 0.6	2.7	▲ 11.1	▲ 17.1	▲ 9.8	3.3
総固定資本形成	3.4	3.4	2.5	▲ 0.5	2.1	▲ 2.6	▲ 3.2	▲ 4.7	0.1
在庫品増加	▲ 0.3	1.3	1.2	▲ 0.0	0.6	▲ 8.5	▲ 13.9	▲ 5.1	3.2
純輸出	▲ 1.0	▲ 3.8	▲ 4.3	▲ 3.5	▲ 3.1	2.1	7.6	4.1	▲ 0.8
輸出	3.0	0.1	0.6	▲ 2.7	0.2	▲ 4.8	▲ 1.5	▲ 2.6	0.2
輸入	▲ 4.4	▲ 4.3	▲ 4.6	▲ 0.2	▲ 3.3	7.0	9.1	6.7	▲ 1.1

(出所) ロシア統計局ウェブサイトからの計算値。2009年第2四半期はVedomosti (August 12, 2009) からの計算値。2009～2010年の年次データは経済発展省の予測値からの計算値。

図2 ロシアの支出項目別GDP成長寄与度 (%)



(注) 2009～2010年の年次データは、経済発展省の予測値からの計算値。

(出所) ロシア統計局ウェブサイトから作成。

表4 ロシアの鉱工業部門別生産増加率

(対前年同期比増加率 %)

	2007	2008	2008 10-12月	2009 1-3月	2009 1-7月
鉱工業全体	6.3	2.1	▲ 6.1	▲ 14.3	▲ 14.2
鉱業	1.9	0.2	▲ 1.0	▲ 3.8	▲ 3.1
燃料・エネルギー	1.9	▲ 0.2	▲ 1.2	▲ 3.8	▲ 2.4
その他	1.6	1.5	▲ 2.4	▲ 7.8	▲ 9.5
製造業	9.5	3.2	▲ 7.7	▲ 20.8	▲ 20.3
食品、飲料、タバコ	6.1	1.1	▲ 6.3	▲ 3.3	▲ 2.2
繊維、縫製	▲ 1.3	▲ 4.5	▲ 16.2	▲ 11.2	▲ 22.1
皮革・同製品、製靴	0.0	1.7	▲ 7.1	▲ 17.0	▲ 8.0
木材加工・同製品	6.2	1.4	▲ 16.4	▲ 29.2	▲ 25.3
紙パルプ、出版・印刷	9.1	0.8	▲ 11.1	▲ 18.0	▲ 16.2
コークス、石油製品	2.9	2.7	1.2	▲ 3.7	▲ 1.8
化学工業	6.0	▲ 4.2	▲ 21.5	▲ 22.4	▲ 15.4
ゴム・プラスチック製品	22.1	12.5	1.0	▲ 17.3	▲ 15.8
その他の非金属鉱物製品	10.3	▲ 0.9	▲ 13.6	▲ 33.2	▲ 30.2
冶金、完成金属製品	2.1	▲ 0.2	▲ 5.3	▲ 27.3	▲ 24.3
機械・設備	19.1	4.0	▲ 12.0	▲ 25.7	▲ 34.2
電気・電子機器、光学機器	11.8	▲ 7.9	▲ 13.0	▲ 43.4	▲ 37.8
輸送機器	15.3	9.5	▲ 8.7	▲ 35.5	▲ 39.6
その他	5.1	4.6	▲ 4.6	▲ 20.7	▲ 23.2
電気・ガス・水道業	▲ 0.2	1.4	▲ 5.4	▲ 5.1	▲ 5.9

(出所) ロシア統計局ウェブサイト。

ム)であったのに対し、2008年第4四半期に大きく様変わりし、2009年第1四半期にも大きく変化したことが明瞭である。また、2009年第1四半期については、1998年と類似していることも明らかである。すなわち、1998年のGDPの減少についても、在庫品増加の寄与度が大きく、輸入の大幅減少がGDP成長のほぼ唯一のプラス要因となったことも共通している。

GDPの落ち込みにもっとも大きく寄与した製造業生産について見ると、2008年第4四半期には、化学、木材加工、繊維などで、生産減少が大きかった(表4)。2009年については、機械・設備、電気機械、輸送機器の機械工業3部門における30%を超えるような大幅減少が際立っている。

2. 生産低下の要因

2008年第4四半期については、既述のように、輸出と投資の減少がGDPの低下にもっとも大きく寄与した。この

うち、輸出については、第4四半期に実質で対前年同期比8.7%の減少となったが、これにもっとも大きく寄与したのは、天然ガスの輸出量の減少であったと見られる。欧州への天然ガス輸出価格は、先行9カ月間の石油製品価格の平均値にリンクされているため、原油価格に連動する石油製品価格が低下傾向にあるなかで、欧州諸国は天然ガスの備蓄分を利用して、高価格の天然ガスの購入を先送りしたとのことである³。このほか、鉄鋼、非鉄金属などの輸血量減少の寄与も大きかったと見られる⁴。

しかし、このような輸出や投資の減少が、2008年第4四半期において表4に示されたような多くの製造業部門の生産低下を直接的に引き起こしたとは考えにくい。こうした部門のすべてが輸出や投資の減少に直接的に関わっているわけではないからである。また、第4四半期においては、最終消費支出が対前年同期比で4.2%の増加であったことも想起する必要がある(表3)。こうした点からも、ロシアの生産低下は、少なくとも当初の段階においては、需要

³ 石油天然ガス・金属鉱物資源機構(JOGMEC)の本村真澄主席研究員からの聞き取りによる。

⁴ こうした傾向は、2009年第1四半期についても変わっていない。第1四半期には、輸出が実質で対前年同期比14.5%減少したが、同期に天然ガスの輸出量は同58.3%の減少を記録し、これが輸出量の減少のほぼ半分くらいをもたらしたと見られる。鉄鋼(銑鉄、鉄合金、スクラップを除く)の同47.6%の減少も大きく寄与したと考えられる。一方、原油の輸出量の減少は同1.2%に留まっている。

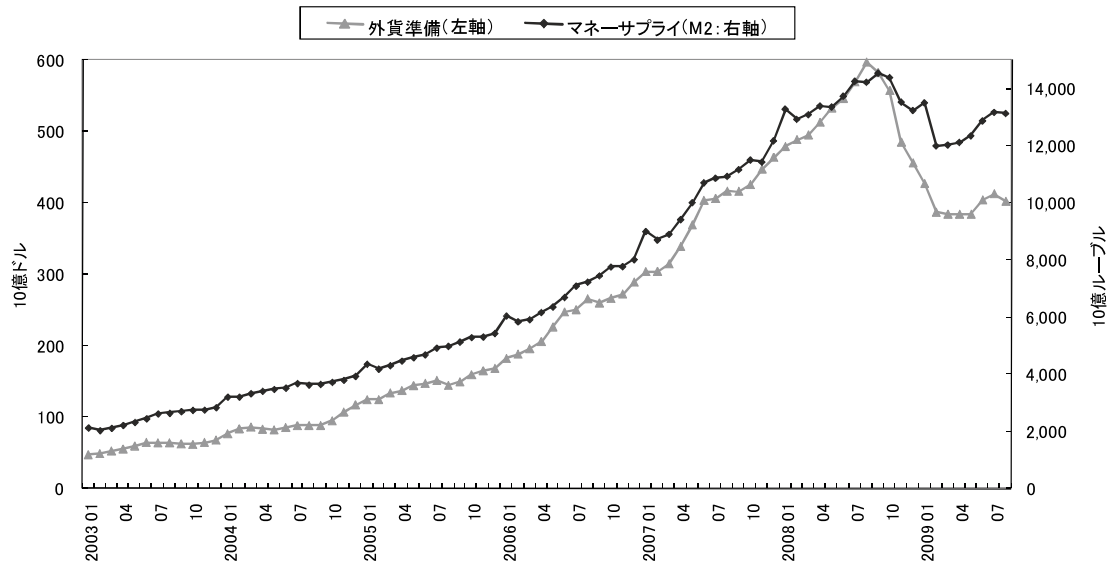
の減少によって引き起こされたというよりは、企業の資金繰りの悪化など、資金面での制約によるところが大きかったのではないかと考えられる（田畑、2009；金野、2009a）。資金繰りの悪化については、その要因として、マネーサプライの増加率の鈍化、外国への資本の流出、そうした状況の下での銀行・企業の外貨選好などが挙げられる。

(1) マネーサプライの減少

マネーサプライは、図3に示したように、近年、毎年30～50%程度も増加していたが、2008年8月以降、増加率が

鈍化あるいは減少するに至った。ロシアのマネーサプライの動態は、外貨準備の動態と極めて強い相関を示していた。すなわち、中央銀行の為替市場におけるドル買い＝ルーブル売りが直接的にマネーサプライを増加させていた。これには、ロシアでは、いわゆる不胎化政策の余地が限られていたことが関係している。2008年7月頃まで、中央銀行は為替市場で強力なドル買い介入を繰り返していたが、その後、ドル売り介入に転じたことが、マネーサプライの動態変化をもたらしている。そこで、次に、為替政策の変化とルーブル・レートの変動について見てみよう⁵。

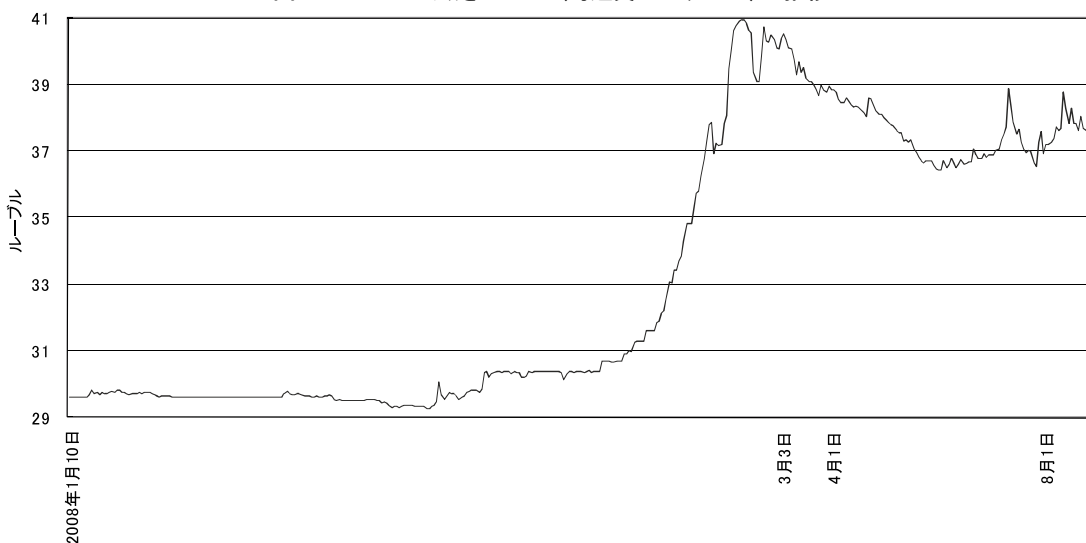
図3 ロシアの外貨準備とマネーサプライ (M2) の推移



(注) 月初データ。

(出所) ロシア中央銀行ウェブサイト。

図4 ルーブル公定レート (対通貨バスケット) の推移



(注) 通貨バスケットの構成はドルが⁵⁵%、ユーロが⁴⁵%。

(出所) ロシア中央銀行ウェブサイトの対ドル・レートとユーロ・レートからの筆者による計算値。

⁵ より詳しくは、田畑 (2009) pp. 6-8参照。

ロシアでは、2005年以降、ドルとユーロから成る通貨バスケット（2007年2月以降、ドルが55%、ユーロが45%で構成されている）に対する名目レートをほぼ一定に保つという政策が取られてきた。2007年8月から2008年6月までのこの通貨バスケットに対するレートは29.61～29.91ルーブルとされ、ほぼ固定されていたと言える（図4）。2008年6月から7月にかけては、空前の原油価格の高騰により、為替市場へのドルの流入が増えたために、変動枠が3回にわたって10カペイカずつ双方向に広げられた。その結果、ルーブル・レートが、ルーブル高の方向に若干シフトしたことが図4から分かる。

8～9月以降、為替市場の様相は一変した。原油価格が下がり始めたこともあるが、それ以上に、ルーブルをドルに換える動きが強まったことによるものである。当局は、ドル売りにより上記の変動枠を維持しようとしたが、ドル買いの圧力が強かったため、11月にかけて、この変動枠を10カペイカずつ何回か広げたと見られる。このような政策の結果、外貨準備は9月に254億ドル、10月に722億ドル減少した。これでは対処できないことが明らかになり、11月11日に中央銀行は声明を出し、この変動枠を30カペイカ拡大した。しかし、ドル買い圧力は収まらず、12月にかけてこのような30カペイカの拡大を5～6回繰り返すこととなった（図4）。こうした措置が繰り返されたことは、中央銀行がルーブル減価の継続を容認しており、ルーブルが今後次第に安くなるとの期待をもたせることになり、12月半ばからの急速なルーブル減価を引き起こすこととなった。11～12月の2カ月間で、外貨準備は575億ドル減少した。

ついにこの政策も維持できなくなり、2009年1月22日にイグナチエフ中央銀行総裁が声明を出して、こうした段階的な変動枠の拡大措置を打ち切ると宣言した。その代わりに、通貨バスケットに対するレートの上限を41ルーブルに設定し、これを今後数カ月間は変更しないと述べた。その後、ルーブルはこの上限まで一時的に減価したが、3月以降ルーブル高の方向に推移し、急速なルーブル減価に歯止めがかかった形となっている。

こうした為替政策の結果として、外貨準備は、2008年8月から2009年1月までの半年間に2097億ドル、率にして35.1%減少した。ここまではルーブル・レートを維持する必要があったのかという議論もあるし、また、11月以降の段階的な引き下げ措置がいわゆるルーブル減価を引き起こしたという指摘もある。図3で示したように、このよ

うな外貨準備の減少とともに、マネーサプライの減少が生じたのである。ここで想起すべきことは、ロシアの場合、マネーサプライ（M2）の対GDP比は、近年のマネーサプライの顕著な増加にもかかわらず、決して高くなく、2007年に31.4%、2008年に32.8%程度であったということである⁶。このようななかで、それまでのマネーサプライの増加傾向が急に止まったために、経済における金回りの逼迫が強く感じられるようになったのであろう。

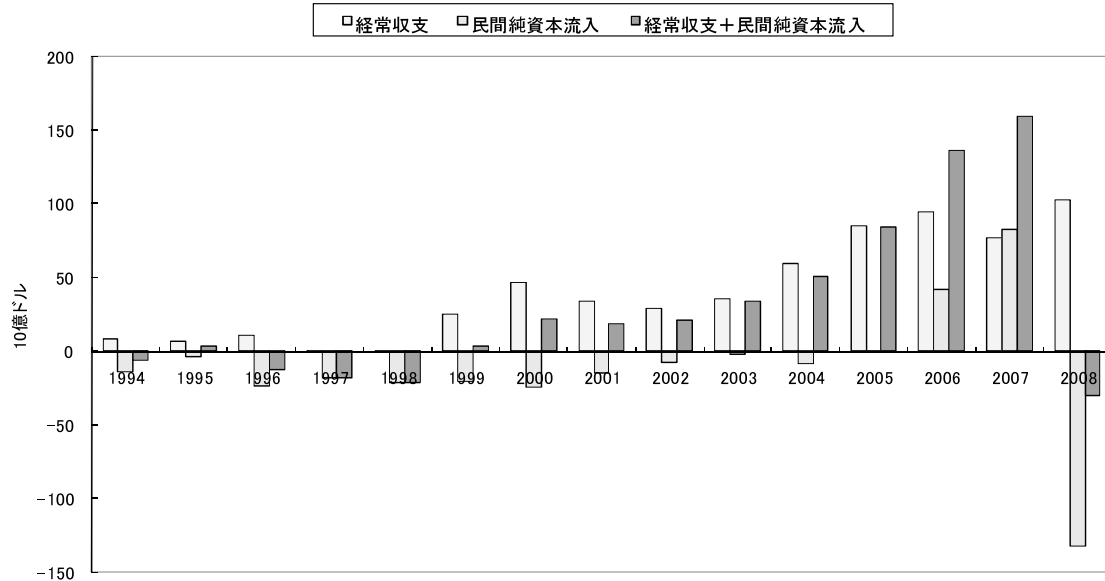
(2)資本の流出

図5には、ロシアの経常収支と民間純資本流入を示した。原油等のエネルギー輸出収入が大きいために、ロシアでは経常収支は基本的に常に黒字基調であったが、とくに、2000年代に入って、経常収支の黒字が大きくなった。一方、民間純資本流入の方は、資本逃避（キャピタル・フライト）が大きく、また、直接投資などの外国投資の流入も少なかったために、ロシアでは赤字基調（流出超過）であった。ところが、2006年と2007年には、ロシアの銀行・企業（表5では、「その他部門」）による外国からの借入が著しく増え、ロシアへの外国投資が増えたために、民間純資本流入がそれぞれ414億ドル、824億ドルという大きさの黒字になった。ロシアでは利子率は決して高くなかったが、後述するように、ルーブルが実質で年に10%以上も高くなったために、ドルで借りて、ルーブルで運用することの利益が大きかったのである。

2008年には、上半期の原油価格の高騰により、経常収支は史上最大の1,024億ドルの黒字となった。一方、民間純資本流入の動態は劇的に変化した。1,328億ドルもの赤字となり、2006年と2007年の2年間に入ってきたものがすべて出て行った勘定となる（図5、表5）。2006～2007年には外国からの資金流入によりルーブルが潤沢に流通していたのに対し、2008年には状況が一変したわけである。四半期ごとのデータを見ると、2008年第4四半期の民間純資本流入の赤字が1,306億ドルであり、2008年の資本流出が、実際にはすべて第4四半期に生じたことが分かる。第4四半期には、原油価格の低落により経常収支の黒字も激減したので、経常収支と民間純資本流入の合計も大幅な赤字となった。これが、ルーブルの大きな引き下げ圧力をもたらしたのである。第4四半期における民間資本流出額（1,305億ドル）は、同期における外貨準備の減少額（1,297億ドル）に照応している。民間純資本流出の内訳を見ると（表5）、

⁶ 各月初データの単純平均として、年のマネーサプライの値を求め、その対GDP比を求めた。

図5 ロシアの経常収支と民間純資本流入



(出所) ロシア中央銀行ウェブサイト。

表5 ロシアの経常収支と民間純資本流入

(単位 10億ドル)

	2006	2007	2008	2008 10-12月	2009 1-6月
経常収支+民間純資本流入	136.1	159.4	▲ 30.4	▲ 121.9	▲ 10.4
経常収支	94.7	77.0	102.4	8.6	17.2
貿易収支	139.3	130.9	179.7	24.7	43.2
輸出	303.6	354.4	471.6	98.0	125.5
輸入	▲ 164.3	▲ 223.5	▲ 291.9	▲ 73.3	▲ 82.2
貿易収支以外の収支	▲ 44.6	▲ 53.9	▲ 77.3	▲ 16.1	▲ 26.0
民間純資本流入	41.4	82.4	▲ 132.8	▲ 130.5	▲ 27.6
資産	▲ 71.4	▲ 119.4	▲ 225.5	▲ 91.7	▲ 19.1
銀行	▲ 23.6	▲ 25.1	▲ 65.1	▲ 27.0	14.5
直接投資	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 1.8	▲ 0.2	…
貸付	▲ 23.0	▲ 21.9	▲ 60.2	▲ 22.8	…
その他	▲ 0.4	▲ 2.5	▲ 3.1	▲ 4.0	…
その他部門	▲ 47.8	▲ 94.3	▲ 160.4	▲ 64.7	▲ 33.6
直接・証券投資	▲ 23.5	▲ 50.7	▲ 53.0	▲ 9.3	▲ 28.3
外貨現金	10.1	15.6	▲ 25.0	▲ 27.0	▲ 0.7
貿易信用	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 8.1	▲ 8.6	4.7
輸出代金・輸入品未受取り・未払い	▲ 19.9	▲ 34.5	▲ 38.8	▲ 7.6	▲ 7.4
その他	▲ 13.8	▲ 23.8	▲ 35.4	▲ 12.2	▲ 2.0
負債	103.4	215.6	105.3	▲ 34.7	▲ 6.5
銀行	51.2	70.9	8.2	▲ 28.6	▲ 28.3
直接投資	2.5	7.2	10.1	2.8	…
借入れ	47.6	51.0	11.4	▲ 24.6	…
その他	1.0	12.7	▲ 13.3	▲ 6.9	…
その他部門	52.2	144.7	97.1	▲ 6.1	21.8
直接投資	27.2	47.9	63.0	9.1	17.3
証券投資	8.6	6.5	▲ 16.0	▲ 14.5	3.3
借入れ	16.8	90.8	49.4	▲ 1.6	1.1
その他	▲ 0.4	▲ 0.5	0.7	0.9	0.0
誤差脱漏	9.5	▲ 13.8	▲ 12.6	▲ 4.0	▲ 2.0

(出所) ロシア中央銀行ウェブサイト。

2008年第4四半期には、銀行・企業による外国からの借入が激減し（銀行では返済がなされている）、ルーブルの外貨への交換が増えた（「外貨現金」のマイナス値が拡大した）ことが分かる。

このような資本流出の影響は、株価の低落に明瞭に現れている。ロシアの代表的な株価指数の1つであるRTS指数で見ると、2008年5月19日に引値として史上最高の2,488となった後、急落し、2009年1月23日には498にまで下がった。ピーク時と比べて、丁度8割下がったことになる。ロシアの株式市場では、石油・ガス企業株のシェアが大きいため、このような株価の動きの背景には、2008年8月以降の原油価格の急落があったと考えられる。

(3)銀行・企業の外貨選好

外国への資本流出やルーブルの減価が生じるなかで、銀行・企業は外貨資産を選好するようになり、そのことが、ルーブルが逼迫する状況をさらに悪化させることとなった。銀行・企業は、外国からの借入の返済に備える必要もあった。ロシアにおいても、他の諸国と同様に、銀行や企業に対する公的資金の注入が行われたが、多くの銀行・企業はこうしたルーブル資金を即座に外貨に換えたと伝えられている。金野（2009a, p. 81）によれば、2008年9月からの4カ月間に政府・中央銀行から銀行部門に対して4兆ルーブル（約1,300億ドル）を超える資金が供給されたが、銀行部門の対外資産が同期に4兆ルーブル近く増加した。結果的には、為替市場における売買を通じて、国の外貨準備の一部が、民間の外貨保有に転換されたことになる。このように、銀行部門への資金供給は、企業への融資、資金繰りの改善にはつながらなかったわけである。そもそも、銀行としては、これまでの企業への貸付がきちんと返済されるという見通しが立たないなかで、新規の貸付を考えるような状況ではなかった。ルーブルの減価が予測されるなかで、銀行・企業のこうした行動は極めて合理的であったとも言えよう。既述のように、2008年11月～2009年1月の通貨政策はこのようなルーブル減価予測をもたらすものであった。

3. 今後の経済予測

経済発展省による2009年の経済成長率の予測は、1月以降、より悪い方向に改訂されてきた。すなわち、1月後半に出された予測では、GDPは2.2%の減少とされていたが⁷、4月後半に出された予測では、6.0%の減少とされた。さらに、7月15日に2010～2012年連邦予算策定の基礎として経済発展省が公表した2010～2012年の経済予測（Minekonomrazvitiia, 2009）では、2009年のGDP成長率はマイナス8.5%とされた。

この8.5%の予測の支出項目別増加率・寄与度は、表3のとおりである⁸。同表あるいは図2から、この予測が2009年第1～第2四半期の実績に大きく影響されていること、言い換えると、第1～第2四半期とほぼ同様の傾向が1年間続くと仮定されていることが分かる。より具体的には、GDPの減少率8.5%に対してもっとも大きく寄与するのは、在庫品増加（マイナス5.1%の寄与度）と総固定資本形成（同マイナス4.7%）であり、家計最終消費支出（同マイナス2.8%）がそれに次いでいる。このうち、在庫品増加は、2009年下半期に大幅減少が止まることが想定されている⁹。在庫品増加は、1998年の通貨・金融危機の際には、4四半期連続で大幅減少が記録されたが、今回は、2009年第1四半期から2四半期あるいは3四半期で大幅減少が止まると想定されているようである。投資や消費は、下半期に、減少幅がより大きくなると予測されている。輸出については、下半期にもわずかな改善しかないとされているが、輸入については、かなりの改善があると見なされている。下半期に、内需がより縮小するなかで輸入が伸びるとするのは、若干辻褄が合わない感がある。

2010年については、プラス成長が予測されているが、1.0%という低い予測となっている。成長をもたらすのは、主として、在庫品増加（3.2%の寄与度）と家計最終消費支出（同1.4%）であり、政府最終消費支出の減少（同マイナス2.8%）が大きなマイナス要因とされている。輸出入については、輸入の増加率が輸出の増加率を上回るという想定である。この結果、2010年の寄与度を図示すると（図2）、前例のない、極めて奇妙な様相となっている。

2009年については、3月以降に出されたIMFなど国際機関の予測も概ねマイナス5～10%程度で、低い経済予測と

⁷ これについては、3月25日付で経済発展省のサイトに詳しい説明が掲載された。

⁸ 寄与度算定の基礎となる支出項目別増加率のデータは、2010～2012年の経済予測（Minekonomrazvitiia, 2009）には掲載されておらず、同表の2009～2010年の予測値は、ロシア経済発展省マクロ経済予測総局のゲンナジー・クラノフ局長からの聞き取り（2009年8月6日）に基づく計算値である。

⁹ 在庫品増加は、増加から減少に転じたり、減少から増加に転じたりするとき、増加率がマイナスになり、解釈が困難になるので、表3の増加率の一部の欄には数値を記入していない。なお、在庫品増加の大幅減少が止まるということは、在庫の増加が始まることを必ずしも意味するのではなく、少なくとも在庫の減少の鈍化が起きることを意味する。

なっている。現在のところ、こうした予測が大勢を占めていると言える。これに対して、トロイカ・ダイアログ（ロシア大手投資会社）のエフゲニー・ガブリレンコフ主任研究員は、経済発展省の予測は、第1四半期の実績の機械的な外挿であり、政府の経済危機対策の効果を何ら反映していない点などを批判している（Vedomosti, April 27, 2009）¹⁰。筆者は、ガブリレンコフの考え方に与するものであり、以下で説明するような経済の回復状況などを考慮すると、今年の成長率は悪くてもマイナス5%程度ではないかと考える。

4. 経済の回復状況

(1) 原油価格の回復

既述のように、2000年代のロシア経済の高成長は、原油価格の高騰によってもたらされた。その原油価格は、2009年3月以降、明らかに回復基調にある。これは、株価が3月以降回復傾向にある理由の1つとなっている。2009年1～7月の原油の平均価格は1バレル＝53.5ドルであり、ほぼ2005年の水準に等しい。ロシアの経済成長率と原油価格の水準との間に単純な相関関係を見出すのは困難であるが（図6）、高い経済成長を記録した2005年と同じだけの輸出外貨収入を、2009年においてロシアが得ることは、考慮に入れておく必要がある。ロシア通貨・金融危機の生じた1998年とはこの点だけでも状況が大きく異なる。筆者が消

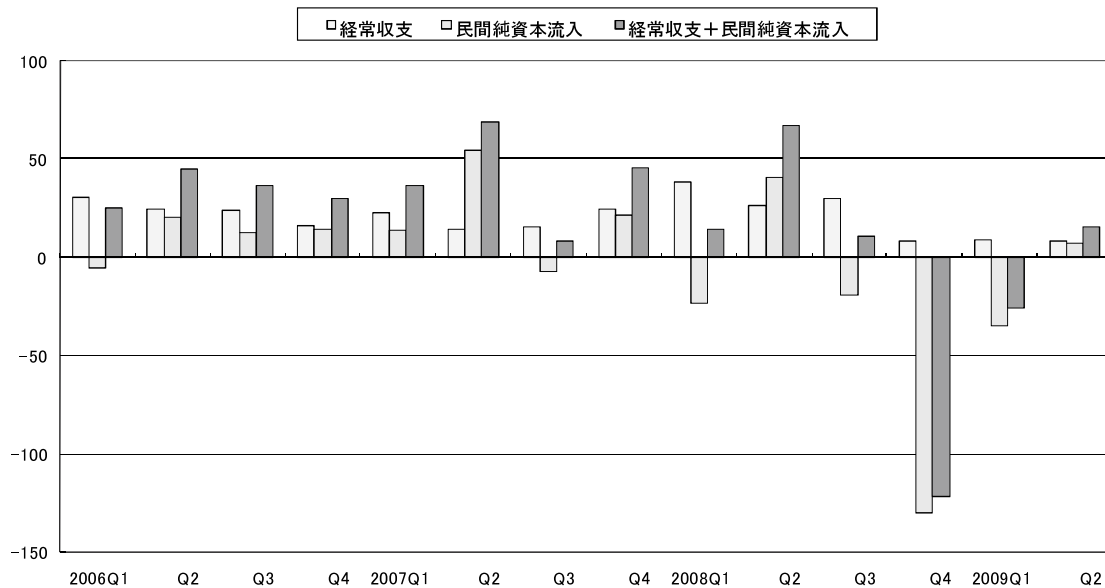
費と投資について経済発展省の予測ほどは下半期に減少しないと考える根拠の1つである。

原油価格の回復とともにロシアの輸出額も回復するが、輸出量についても、既述のような昨年後半から今年初めにかけての天然ガスの輸出量減少をもたらした要因が消滅し、逆に、備蓄向けを含めた輸出が増加すると予測されるので、急速に回復する可能性がある。経済発展省の予測では、2009年の輸出は8.3%の減少、寄与度はマイナス2.6%とされているが（表3）、減少率が5%程度に留まり、寄与度もマイナス1.6%程度に留まる可能性は十分にあると考えられる。

(2) ルーブル減価と資本流出の終結

1月22日に通貨バスケットに対して41ルーブルの上限を定めた措置が功を奏して、とくに3月以降、ルーブル・レートの低下に歯止めがかかった（図4）。しかも、当局はドル売り介入をほとんどしておらず、2月以降、外貨準備はほとんど減少していない（図3）。昨年8月以降外貨準備は大幅に減少したが、それでも2009年8月1日現在4,020億ドルで、依然として世界第3位の水準にある。こうしたルーブル・レートの一定の安定化と同時に、第2四半期には民間純資本流入が黒字となり、資本流出も一段落した形となった（図5）。

図6 ロシアの経常収支と民間純資本流入（四半期データ）



¹⁰ この批判は、4月後半に出されたGDPの6.0%減少という経済発展省の予測に対するものであるが、8月6日のモスクワでの聞き取りの際にも、同氏は同様の考えを述べ、今年の予測についてマイナス5%程度との見方を示した。こうした見方は、トロイカ・ダイアログのRussia Economic Monthly各号にも示されている。

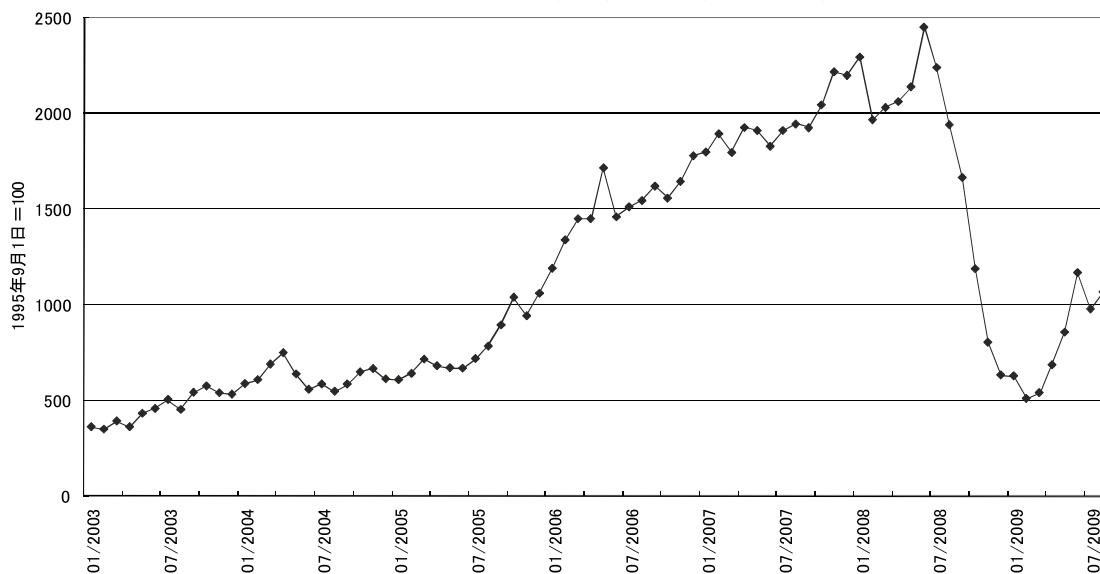
ルーブルは、2008年7月末から2009年1月末までの半年間に対通貨バスケットに対して、29.3ルーブルから40.0ルーブルへと26.7%減価した。対ドル・レートは、23.4ルーブルから35.4ルーブルへと33.8%、対ユーロ・レートは、36.5ルーブルから45.7ルーブルへと20.0%切り下がった。この期間のロシアの物価上昇率（CPI）が6.1%なので、これでデフレートするならば、この期間におけるルーブルの実質減価率は、対通貨バスケットが22.2%、対ドルが29.7%、対ユーロが15.1%である。

ロシアでは、これまでオランダ病が問題となってきた(田畑, 2008a)。石油・ガスなどの輸出収入が大きいために、ルーブルの実質レートが高くなる傾向にあり、製造業製品の競争力が失われてきたのである。1990年代初期以降の実質レートの推移は図7のとおりである。1998年までルーブル高が続いたが、同年のロシア通貨・金融危機により、ルーブルが実質で50%減価した。しかし、その後、原油価格の高騰を背景に再びルーブルの実質レートが上昇した。2000年以降の対ドル・レートを見ると、名目では1ドル=25～

30ルーブル程度で推移する一方で、インフレ率が年間10%を超えていたので、実質では年に10%以上、ルーブルが強くなっていったのである。高いインフレ率の継続はマネーサプライの著しい増加によるところが大きく、マネーサプライの増加は、既述のように、中央銀行の為替市場でのドル買いによるところが大きかった。すなわち、当局はルーブル高とインフレのジレンマに悩まされていたわけである。

これらを考慮に入れると、ロシアではルーブル安は決して悪いことではないことが分かる。実際、1998年にルーブルが実質で50%程度切り下がった後、1999年の経済成長をもたらした要因の1つは、輸入代替であった。これまで輸入品に圧倒されていた一部の製造業部門の生産が伸びたのである。しかし、その後のルーブル高により、この効果は長続きしなかった。したがって、今回のルーブル安も同じような傾向を少なくとも一時的に生む可能性を持っている。実際、2009年第1四半期には、輸入が実質で34.3%減少し、輸出の減少率を上回ったために、純輸出がプラスと

図7 ロシアの株価指数（RTS）の推移（月初データ）



(出所) RTSウェブサイト。

表6 ロシア連邦予算案と実績

(単位 10億ルーブル)

	2008		2009		
	年間実績	1-5月実績	当初予算	修正予算	1-5月実績
歳入	9,274.1	3,700.2	10,927.1	6,713.8	2,641.4
石油・ガス外収入	5,128.2	1,983.4	6,234.6	4,656.6	1,787.9
石油・ガス収入	4,145.9	1,716.8	4,692.5	2,057.2	853.5
歳出	7,566.6	2,388.5	9,024.7	9,692.2	3,118.0
黒字	1,707.5	1,311.6	1,902.5	▲ 2,978.4	▲ 476.5

(出所) SEP, 2008, No. 6; 2009, Nos. 1, 6; 2009～2011年連邦予算案・同改訂法。

なり、成長のプラス要因となった（表3）。経済発展省の予測では、この傾向は2009年の年間を通じて続くとされている。ただし、今回のルーブルの実質減価率は、上記のように、大体25%程度、1998年と比べると半分程度に留まっている。

2009年下半期の輸入の予測については、こうしたルーブル・レートの変化を考慮に入れた場合、大変困難である。経済危機以前と比べてルーブル・レートが下がっていることで、経済発展省の予測のように、輸入の方が輸出よりも下半期に大きく回復するとはなかなか想定できない。経済発展省は、2010年についても、輸入の増加率が輸出の増加率を上回ると予測している。他方で、1998年においても輸入の実質減少率は17.4%であり、30%を超えるような実質での減少も予測しづらいところがある。

(3)連邦予算歳出の拡大

ロシア政府は、2008年後半以降、様々な経済危機対策を取ってきたが¹¹、大幅な歳出拡大と財政赤字の拡大で特徴付けられる2009年連邦予算の採択が、その集大成とも言えるものである¹²。ロシアでは、2008年から3年間の連邦予算が策定されるようになり、2009年連邦予算は、2009～2011年連邦予算法として2008年11月24日に採択された。しかし、この予算の原案は2008年夏に作成されており、原油価格について1バレル=95ドルの想定に基づくものであった。表6では「当初予算」として示した。このような想定

となっていたため、11月の採択直後から修正は必至とされたが、原油価格や経済成長率の見通しが立たないこともあって、実際に修正が行われたのは、2009年4月28日付連邦法第76号によってであった。これに先立ち、2009年4月9日付連邦法第58号により、予算法典などの改訂がなされ、2009年については3カ年予算を止めて単年度予算とすること、2009～2012年は特別体制として、石油・ガス収入の運用や財政赤字の大きさについて、例外措置を講じること、とくに、予備基金による財政赤字補填を柔軟に認めることなどが決められた¹³。

修正された2009年連邦予算では、原油価格が1バレル=41ドルと想定された。そのため、当初予算と比べて、歳入は、石油・ガス収入を中心に、38.6%減少した（表6）。一方、経済危機対策などを盛り込んだため、歳出は当初予算と比べて7.4%増やされた¹⁴。この結果、連邦予算の赤字はほぼ3兆ルーブルに達することとなった。対GDP比で見ると、歳入は2008年の22.3%から2009年の16.6%へと5.7%ポイントの減少となっている。歳出は同じく18.2%から24.0%へと5.8%ポイントの増加である。2008年には対GDP比4.1%の財政黒字であったが、2009年には同7.4%の赤字になるという大きな変化となった。この財政赤字は、基本的にすべて予備基金によって賄われるとされている。2008年末現在の予備基金の残高は4兆276億ルーブルであり、予算で想定されている財政赤字額（2兆9,784億ルーブル）の1.35

表7 ロシアの安定化基金、予備基金、国民福祉基金（各期末）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009年7月
	(単位 10億ドル)					
安定化基金	18.8	43.0	89.1	156.8	...	...
予備基金	...	...	...	...	137.1	88.5
国民福祉基金	...	...	...	...	88.0	90.0
合計	18.8	43.0	89.1	156.8	225.1	178.6
	(単位 10億ルーブル)					
安定化基金	522.3	1,237.0	2,346.9	3,849.1	...	...
予備基金	...	...	...	...	4,027.6	2,811.3
国民福祉基金	...	...	...	...	2,584.5	2,858.7
合計	522.3	1,237.0	2,346.9	3,849.1	6,612.1	5,670.0

(出所) ロシア財務省ウェブサイトより作成。

¹¹ 詳しくは、塩原（2009a; 2009b）、金野（2009a）参照。

¹² ロシアの国家予算は、連邦予算、地域（連邦構成体）予算、予算外基金（年金基金など）から成るが、以下では、連邦予算のみを扱う。

¹³ 石油・ガス収入とは、原油・天然ガスの採掘税と原油・天然ガス・石油製品の輸出関税の合計である。この収入が、連邦予算、予備基金、国民福祉基金に繰り入れられる。このうち、連邦予算繰り入れ分は、石油・ガス移転と呼ばれる。予備基金は、原油価格が下落するなどして、石油・ガス移転額が十分でないときに使われる。国民福祉基金は、年金の補助や経済発展のための制度化に使われる。こうした制度は、2004年に創設された安定化基金の制度を受け継いで、2008年から導入された。詳しくは、田畑（2008a; 2008b; 2009）参照。

¹⁴ 2009年連邦予算について、詳しくは金野（2009b）参照。

倍である。

表6には、1～5月の連邦予算の実績も示した。それによると、歳入は、前年同期と比べて、石油・ガス収入が半減するなど、28.6%減少するなかで、歳出は同30.5%の大幅増加となっている。なお、1～5月の歳出は、年間の歳出の32.2%に留まっており、6月以降、さらに歳出が拡大していくことになる。以上のような2009年連邦予算の修正による政府支出の大幅な増加は、常識的に考えるならば、消費と投資の増加に一定の影響を与えるはずであるが、既述のように、経済発展省の予測ではそうっておらず、同予測が悲観的であると筆者が考える理由の1つである。

1～5月の連邦予算の財政赤字は4,765億ルーブルとなっている。この赤字補填はすべて予備基金によってなされた模様で、1～5月に予備基金は、8,997億ルーブル（361億ドル）減少した。1～7月で見ると（表7）、予備基金はドル換算で486億ドル（35.4%）、ルーブル換算では1兆2,163億ルーブル（30.2%）の減少となっている。2004年の安定化基金の創設に始まる石油・ガス税収の備蓄が、所期の目的を果たし始めたとも言える。

おわりに

世界金融危機のロシア経済への影響が大方の予想よりも大きかった理由、あるいは、筆者自身を含めて、その影響を過小評価していた理由としては、次の2点を挙げられよう。第1に、ロシアの金融セクター、とくに銀行部門が脆弱であり、ロシアの経済発展のなかで果たす役割が小さいことは従来から指摘されていたことであるが、そのことが世界金融危機のロシアへの影響を小さくする方向で作用するのではなく、資金が回らず、資金繰りを急速に悪化させるという形で、生産部門にも大きな影響を与えるという方向で作用したことである。2006～2007年においては、外国から借り入れられた資金によってロシア経済は資金が潤沢となり、銀行部門が脆弱であるという問題が解決されたかのような様相を呈していたわけであるが、実際には、生産部門にきちんとした融資のできるような銀行はそれほど育っておらず、企業が融資をきちんと返済するという金融秩序とも言うべきものも確立されていなかったことが、2008年下半年以降、露呈してしまったと言えよう。

第2に、統計の観点からすると、ロシアではこのような経済危機の際に在庫品増加がGDP成長に対して極めて大きな影響を及ぼすことが看過されていた。在庫変動が景気の後退あるいは回復の局面で、GDPの動向に無視できない影響を及ぼすことは日本などでもよく見られることである。ロシアの特異性は、その寄与度が極めて大きいことに

あり、たとえば、1998年の在庫品増加のGDP成長に対する寄与度はマイナス7.8%、2000年には逆にプラス5.6%という大きさであった（図2）。既述のように、2009年の第1四半期、第2四半期における寄与度も、それぞれ、8.5%、13.9%という大きさであった（表3）。在庫品増加は、こうしたGDPの減少あるいはその回復の局面で、GDP成長率の最大の規定要因になっているのである。このようなロシアの特異性は、銀行部門が弱いために、企業が資金繰りに困ると、まずは在庫を大幅に減少せざるを得ないということに関係するのかもしれない。このような在庫品増加の動態に関する検討は今後の課題の1つである。

以上の2点は今後十分に考慮しなくてはならないとしても、ロシア経済の原油価格への依存の大きさと原油価格の回復傾向、輸入代替の可能性、外資系企業の増大（少なくとも、ロシア史上最大の大きさになっていること）などを想起するならば、2009～2010年について、経済発展省の予測よりは楽観的に考えてもよいように思われる。

参考文献

- 金野雄五（2009a）「金融危機下のロシア経済」みずほ総合研究所『みずほ総研論集』第II号 [http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/argument/]。
- （2009b）「最近のロシア経済情勢：2009年連邦予算と経済危機対策」『みずほ欧州インサイト』6月25日号 [http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/euro-insight/]。
- 塩原俊彦（2009a）「ロシアの金融・経済危機」『三田評論』No. 1120, 2月号。
- （2009b）「ロシア経済危機への国家支援策：ミクロレベルの分析」法政大学イノベーション・マネジメント研究センター『ワーキングペーパーシリーズ』No. 65（7月15日）。
- 田畑伸一郎（2008a）編著『石油・ガスとロシア経済』北海道大学出版会。
- （2008b）「プーチン政権下のロシア経済成長—油価高騰に基づく成長メカニズムとその行方—」『ロシアNIS調査月報』5月号, pp. 13-29。
- （2008c）「『新冷戦』・世界株安下のロシア経済」（経済教室）『日本経済新聞』10月3日。
- （2009）「岐路に立つロシア経済—マクロ経済と財政の視点から—」『ロシアNIS調査月報』5月号, pp. 1-17。
- Kratkosrochnye ekonomicheskie pokazateli Rossiiskoi Federatsii（ロシア連邦短期経済指標）, Moscow:

Rosstat (ロシア統計局), 月刊。

Minekonomrazvitiia (経済発展省) (2009) Stsenarnye usloviia funktsionirovaniia ekonomiki Rossiiskoi Federatsii, osnovnye parametry prognoza sotsial'no-ekonomicheskogo razvitiia Rossiiskoi Federatsii na 2010 god i planovyi period 2011 i 2012 godov (ロシア連邦経済の機能のシナリオ条件, 2010年と2011～2012年計画期におけるロシア連邦社会・経済発展予測の主要パラメータ)[<http://www.economy.gov.ru/>]. (7月15日発表)

RSE (Rossiiskii statisticheskii ezhegodnik, ロシア統計年

鑑), Moscow: Rosstat, 各年版。

SEP (Sotsial'no-ekonomicheskoe polozhenie Rossii, ロシアの社会・経済状況), Moscow: Rosstat, 月刊。

ロシア経済発展省ウェブサイト：<http://www.economy.gov.ru/>

ロシア財務省ウェブサイト：<http://www.minfin.ru/ru/>

ロシア中央銀行ウェブサイト：<http://www.cbr.ru/>

ロシア統計局ウェブサイト：<http://www.gks.ru/>

IMFウェブサイト：<http://www.imf.org/external/data.htm>

RTSウェブサイト：<http://www.rts.ru/ru/index/rtsi>

The Russian Economy amid the Global Financial Crisis

TABATA, Shinichiro

Professor, Slavic Research Center, Hokkaido University

This piece analyzes, from the macroeconomic perspective, the influence on the Russian economy of the global financial crisis which emerged in September 2008. Since the fourth quarter of 2008, the growth rate of Russian GDP has declined significantly. In the first half of 2009, GDP decreased by 10.4 percent in comparison with the corresponding period of 2008. In particular, in some branches of manufacturing industry, such as the manufacturing of machinery, decreases in production exceeded 30 percent in the first half of 2009.

These production decreases were caused mainly by the liquidity problems of enterprises, which were, in turn, brought about by decreases in the money supply, increases in the capital outflow abroad, and the increasing preference of banks and enterprises for foreign currencies. The money supply, which increased by 30-50 percent annually in the preceding years, stopped increasing and began to decrease in the latter half of 2008. This was due to the intervention of the Central Bank of the Russian Federation in exchange markets. When the ruble began to depreciate suddenly in September 2008, the Central Bank defended the ruble by selling its foreign reserves, causing a decrease in the money supply. The huge outflow of private capital from Russia, which erupted in the fourth quarter of 2008, implied a complete change from the situation in 2006-2007, when a great amount of foreign capital entered the

Russian economy in the form of bank loans and foreign investment, increasing the circulation of the ruble. The Russian government, in the same way as the governments of other countries, injected considerable amounts of public money into the banks in order to promote the financing of the real sector. The banks, however, converted the money into foreign currencies and assets with the expectation of a further depreciation of the ruble.

In July 2009, the Ministry for Economic Development of the Russian Federation revised downwards its economic forecast for 2009, according to which Russian GDP is to decrease by 8.5 percent in 2009. This revision seems to have been made taking into consideration the bad GDP performance of the first half of 2009, caused by a sharp decline in inventories, and the continuing shortage of liquidity. Good news for the Russian economy is that: in March 2009 oil prices began to increase; the depreciation of the ruble and the decrease in foreign reserves subsequently ceased; and in the second quarter of 2009, the net inflow of private capital became positive. Moreover, the federal budget for 2009 was revised in April with considerable increases in expenditure. This good news, together with the possibility of import substitution due to the depreciation of the ruble, seems to suggest that the Russian economy would fare somewhat better in 2009 than was anticipated in the forecast of the Ministry for Economic Development.