



海外駐在情報
BTMU Focus, London

Naoko Ishihara
44-20-7577-2179
naoko.ishihara@uk.mufg.jp

September 1, 2014

ロシア経済にみられる資源エネルギー収入依存の功罪

<要旨>

- ◇ ロシアは、埋蔵量、生産量、さらには消費量においても世界ランキングで上位を占める資源エネルギー大国である。石油、天然ガスといった資源エネルギーに対するロシア経済の依存度は、2000年以降、貿易面、財政面において著しく高まっており、間接的な影響を通じて金融面でも恩恵が享受されている。
- ◇ 貿易では、資源エネルギー輸出の割合が輸出総額の約7割を占める一方、輸入は、機械、輸送機器、化学製品といった欧米等からの工業品目の占める割合が高くなっている。資源エネルギーの輸出で得た外貨で工業製品を購入するという貿易構造がより鮮明になっている。
- ◇ ロシア国内の製造業の輸出競争力低下によって、資源エネルギーを除く貿易赤字は拡大しているほか、サービス収支、所得収支の赤字も増加トレンドにある。つまり、国際収支の不均衡調整役としての資源エネルギーの役割は、今まで以上に重要になっている。
- ◇ 財政面では、エネルギー価格の上昇に伴う石油・天然ガス部門からの税収増が歳入を押し上げてきた。足元、エネルギー部門からの税収は一般政府歳入の約3割、連邦政府においては半分以上を占めるまでに至っている。
- ◇ 歳出も歳入同様、大きく拡大し、その多くは公務員給与や年金支給の引き上げ、あるいは企業への補助金という形で国民の手に渡り、これらが内需主導型の経済成長を支えてきた。ただし、近年の財政緊縮姿勢の採用を受け、政府から国民（国営企業も含む）への所得移転の流れは弱まっており、これが昨年からの景気鈍化の一因となっている。
- ◇ 外準増加や政府債務削減に伴うロシアの信用力向上は、ロシアの金融機関及び企業の国際金融市場へのアクセスを助ける要因となった。一方、国内金融市場の発達は遅れ、海外資金に対する依存度が高まった。
- ◇ 欧米等の経済制裁や地政学的リスクの高まりを受けた資金の流れの変化によって、ロシア経済における資源エネルギー収入依存の功罪が改めて浮き彫りとなった。今後経済制裁がさらに強化された場合には、かかる脆弱性がより顕在化し、景気は一段の冷え込みを余儀なくされよう。

1. はじめに

資源エネルギー依存型経済と称されてきたロシアは、資源エネルギー価格、特に原油価格の変動に景気が左右される経済構造からの脱却を目指し、産業構造の多様化を進める政策を掲げてきた。しかし、2000年以降の原油価格上昇が大きな恩恵をもたらすなか、産業構造の多様化は思うようには進んでこなかった。また近年、新規油田開発の遅れなどから産油量は伸び悩み傾向にあり、原油価格の頭打ちと相まって、景気鈍化の原因となってきた。

加えて年初以降は、欧米諸国との関係悪化により、景気に対する逆風が一段と強まっている。今年3月のクリミアのロシアへの編入などに対し、欧米諸国等はロシア要人の渡航禁止や資産凍結といった経済制裁を発動した。その後、ウクライナ政府と親ロシア派武装勢力との停戦交渉が暗礁に乗り上げるなか、米国は7月、政府系大手銀行の資本市場へのアクセス制限などを含む追加制裁に踏み切った。欧州諸国の間では、密接な通商関係を理由に経済制裁に消極的な声も残っていたが、マレーシア航空機撃墜をきっかけに、制裁強化に舵を切り、制裁の対象を金融取引、国防、さらにはエネルギー分野にも広げた。

本稿では、今後のロシア経済を展望する手掛かりとして、同国の経済構造、特に資源エネルギーの役割を分析する。

2. ロシア経済における資源エネルギーの役割

ロシア経済は、一般に資源エネルギー依存型経済と称されるが、それは具体的にはどういったものであるのか。はじめに、世界のエネルギー市場におけるロシアの存在感を確認しておく。2013年時点でのロシアの原油埋蔵量は世界第8位、その生産高はサウジアラビアに次ぐ第2位にある。また、天然ガスについては、埋蔵量、生産高はともに第2位の座を占める(第1-1、1-2表)。一方、消費量をみると、石油が世界5位、ガスは米国に次いで世界第2位となっている(第2表)。つまりロシアは、エネルギー生産大国であると同時に一大消費国でもあるといえる。

次に、ロシア経済と資源エネルギーの関係をみると、ロシアの実質GDP成長率は、原油価格の伸びにほぼ沿う形で推移しており、資源エネルギー市況がロシア経済へ与える影響の大きさが端的にみてとれる(第1図)。また、資源エネルギーの存在感が最も明確に現れているのは輸出で、輸出総額の7割近くを占める(第3表)。2000年から2013年にかけて、ロシアの資源エネルギー輸出は6.6倍増加し、輸出全体を大きく押し上げた。この間の輸出数量と価格の変化をみると、数量では1.0~2.4倍であったのに対し、価格は4倍以上に上昇し、輸出額の大幅な増加をもたらしたことがわかる。また、2005年以降の変化をみると、原油と天然ガスの輸出数量が頭打ちとなっており、近年になるにいたが、価格の変動が輸出額を左右しやすくなってきたことがみてとれる。

第1表：世界の資源エネルギー埋蔵量・生産量におけるロシアの順位
1-1:世界の原油埋蔵量/生産量ランキング（2013年）

	埋蔵量 (10億バレル)	全体に占める割合 (%)		生産量 (千バレル/日)	全体に占める割合 (%)
世界	1,688	100.0	世界	86,808	100
OPEC	1,214	71.9	OPEC	36,829	42.4
ベネズエラ	298	17.7	サウジアラビア	11,525	13.3
サウジアラビア	266	15.8	ロシア	10,788	12.4
カナダ	174	10.3	米国	10,003	11.5
イラン	157	9.3	中国	4,180	4.8
イラク	150	8.9	カナダ	3,948	4.5
クウェート	102	6.0	アラブ首長国連邦	3,646	4.2
アラブ首長国連邦	98	5.8	イラン	3,558	4.1
ロシア	93	5.5	イラク	3,141	3.6
リビア	48	2.9	クウェート	3,126	3.6
カザフスタン	30	1.8	メキシコ	2,875	3.3

下線は OPEC 加盟国

1-2:世界のガス埋蔵量/生産量ランキング（2013年）

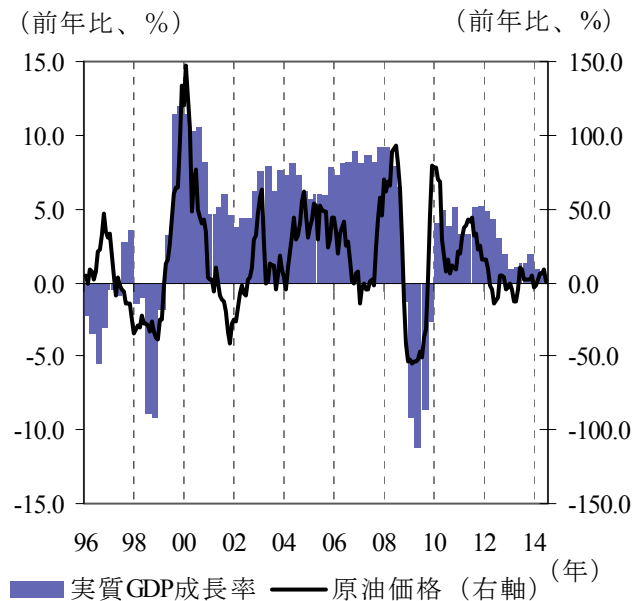
	埋蔵量 (10億m ³)	全体に占める割合 (%)		生産量 (10億m ³)	全体に占める割合 (%)
世界	185,696	100.0	世界	3,391	100.0
イラン	33,780	18.2	米国	688	20.3
ロシア	31,251	16.8	ロシア	605	17.8
カタール	24,678	13.3	イラン	167	4.9
トルクメニスタン	17,479	9.4	カタール	159	4.7
米国	9,345	5.0	カナダ	155	4.6
サウジアラビア	8,234	4.4	ノルウェー	109	3.2
アラブ首長国連邦	6,091	3.3	サウジアラビア	103	3.0

第2表：世界の資源エネルギー消費におけるロシアの順位
世界の石油/ガス消費量ランキング（2013年）

	石油消費量 (千バレル/日)	全体に占める割合 (%)		ガス消費量 (10億m ³)	全体に占める割合 (%)
世界	91,331	100.0	世界	3,348	100.0
米国	18,887	20.7	米国	737	22.0
中国	10,756	11.8	ロシア	413	12.4
日本	4,551	5.0	イラン	162	4.8
インド	3,727	4.1	中国	162	4.8
ロシア	3,313	3.6	日本	117	3.5
サウジアラビア	3,075	3.4	サウジアラビア	103	3.1
ブラジル	2,973	3.3	カナダ	103	3.1

(資料) BP Statistical Review of World Energy より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第1図：実質GDP、原油価格上昇率の推移



(資料) Macrobond より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

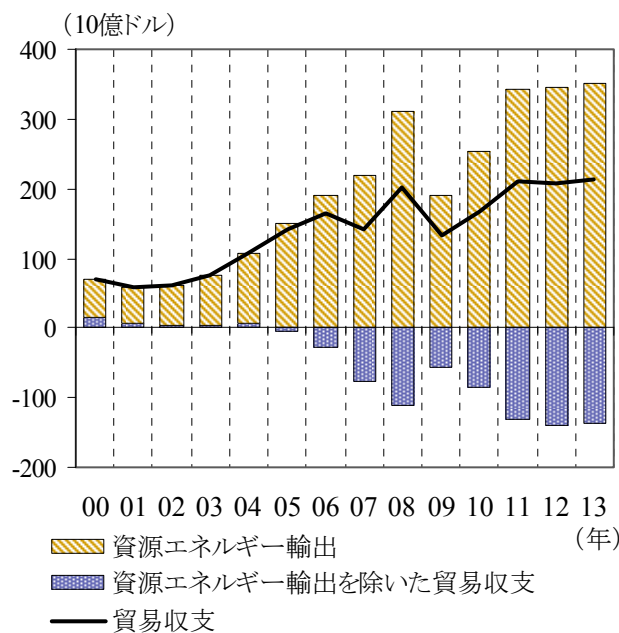
第3表：輸出全体とエネルギー輸出の推移

		2000年	2005年	2010年	2013年	2000年 →2013年	2005年 →2013年
輸出全体(100万ドル)		103,000	241,000	397,000	526,000	5.1倍	2.2倍
エネルギー輸出額(100万ドル)		52,835	148,915	254,010	350,237	6.6倍	2.4倍
輸出全体に占めるシェア(%)		51.3	61.8	64.0	66.6	—	—
原油	金額(100万ドル)	25,272	83,438	135,799	173,670	6.9倍	2.1倍
	数量(100万トン)	144.4	252.5	250.7	236.7	1.6倍	0.9倍
	価格(ドル/トン)	175.0	330.4	541.7	733.7	4.2倍	2.2倍
石油製品	金額(100万ドル)	10,919	33,807	70,471	109,335	10.0倍	3.2倍
	数量(100万トン)	62.6	97.2	133.1	151.6	2.4倍	1.6倍
	価格(ドル/トン)	174.4	347.8	529.5	721.2	4.1倍	2.1倍
天然ガス	金額(100万ドル)	16,644	31,671	47,739	67,232	4.0倍	2.1倍
	数量(100万トン)	193.9	209.3	177.7	196.3	1.0倍	0.9倍
	価格(ドル/トン)	85.8	151.3	268.7	342.5	4.0倍	2.3倍

(資料) Macrobond より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

資源エネルギー輸出の急増を追い風に、2000年代初頭以降、貿易黒字は拡大傾向を辿った（第2図）。この間、エネルギー収入の増加を起点として内需も高い伸びを続け、資源エネルギー輸出を除いた貿易収支は、2000年代後半から赤字基調が定着した。このことは、産業構造の多様化による輸入代替や非エネルギー品目の国際競争力の向上が十分には進まなかったことの現われでもある。結果として、貿易黒字の維持に必要な資源エネルギー輸出額の水準も切り上がり、対外収支の構造において資源エネルギー価格下落に対する脆弱性が高まったといえよう。

第2図：貿易収支と資源エネルギー輸出の推移



(資料) Macrobond より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

次に、財政面での資源エネルギーの役割をみると、2000年代を通じた資源エネルギー輸出拡大による同部門からの税収の飛躍的増加が、政府の財政状況を著しく改善させた（第3図）。2000年代前半の税制改正で、エネルギー部門への課税（資源採掘税、原油、原油関連品目に対する輸出税など）について、原油価格の上昇に合わせて税率が上がる方式が採用され（第4表）、その後原油価格が急騰したことも税収増に大きく貢献した。

ロシア政府は、エネルギー税収を対外債務の返済に充てたほか、2004年には安定化基金（現在の準備基金及び国民福祉基金）を設置し、税収の上振れ分（予算の前提となる基準原油価格に基づくエネルギー税収見積もりを上回った部分）の基金への繰り入れを開始した（第4図）。同基金は、原油価格が基準価格を下回った場合の補てんや年金財源に充てられるなど、中長期的な財政安定化スキームとなっている。また、政府は公共投資、基幹産業への政府援助、年金及び公務員の賃金引き上げなども進めた。個人消費を中心に内需が経済の

けん引役を果たしてきた背景として、資源エネルギーで潤った政府の支出拡大があった点も見逃せない。

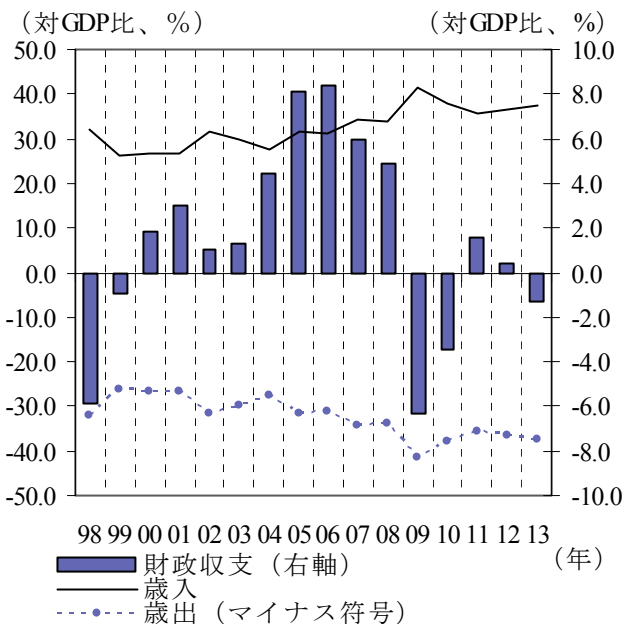
第 4 表：税制改正後の輸出関税の仕組み

原油価格	税率計算式
P<15ドル	T=0
15ドル≤P<20ドル	T=(P-15)*0.35
20ドル≤P<25ドル	T=1.75+(P-20)*0.45
25ドル<	T=4+(P-25)*0.65

(注) T:税率、P:ウラル原油価格
直近のものは、原油価格 25ドル以上の項目に対する係数が 0.59 になっている。

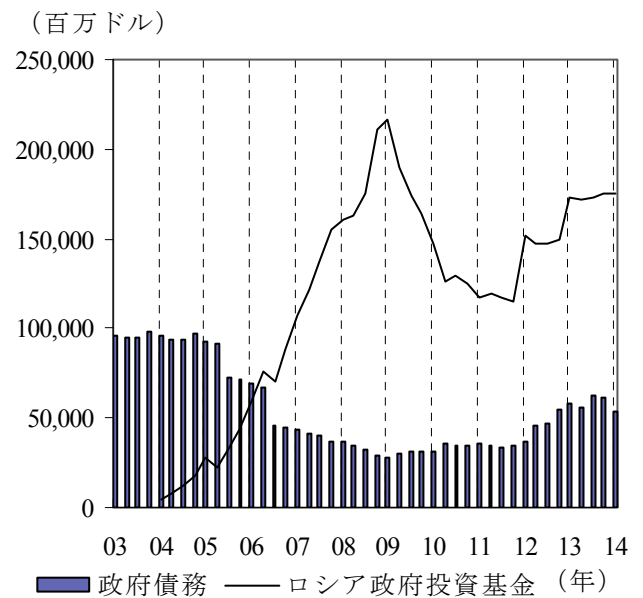
(資料) EY ほかより三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第 3 図：一般政府の歳出入の推移



(資料) WiiW より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

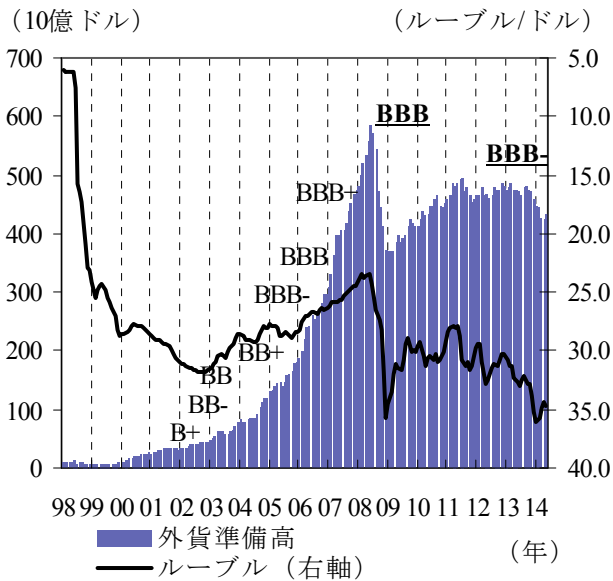
第 4 図：政府対外債務と政府系基金



(資料) Bloomberg、Macrobond より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

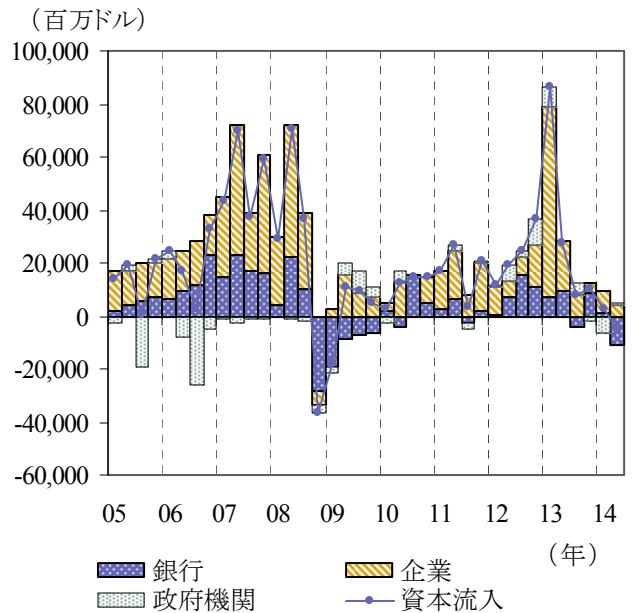
資源エネルギーは、海外からの資本流入を促す要因ともなっている。2000 年代、対外収支の黒字拡大とそれに伴う外貨準備の急増は、政府の対外債務残高の減少と相まって、ロシアの信用力回復を後押しし（第 5 図）、海外からの資本流入を加速させた（第 6 図）。対内直接投資は、石油・天然ガス等の採掘に直接関わる鉱業だけでなく、化学工業や輸送用機械など製造業にも幅広く流入している（第 7-1、7-2 図）。サービス業についても、内需拡大を背景に不動産、金融、卸小売業等への直接投資が拡大した。カントリーリスクの低下は、ロシアの金融機関及び企業の海外での資金調達環境を改善させ、これもロシア国内の投資促進に貢献し、高成長の原動力となった。

第5図：外貨準備高と格付の推移



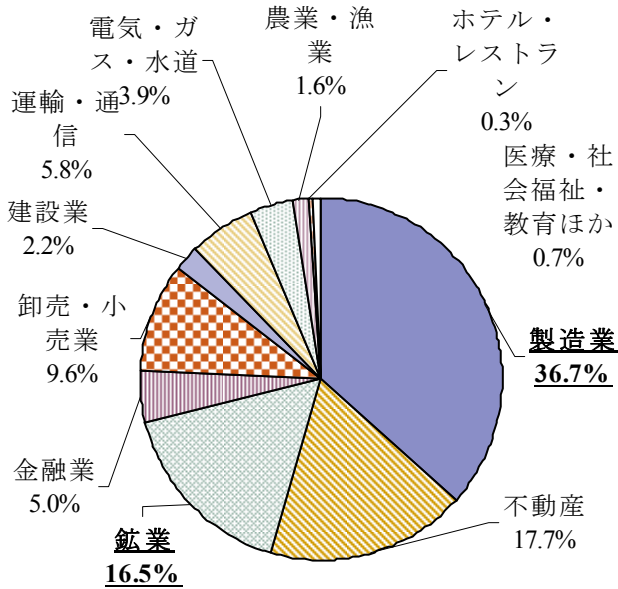
(注) S&P 格付推移。下線は格下げを示す
(資料) Macrobond より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第6図：ロシアへの資本流入

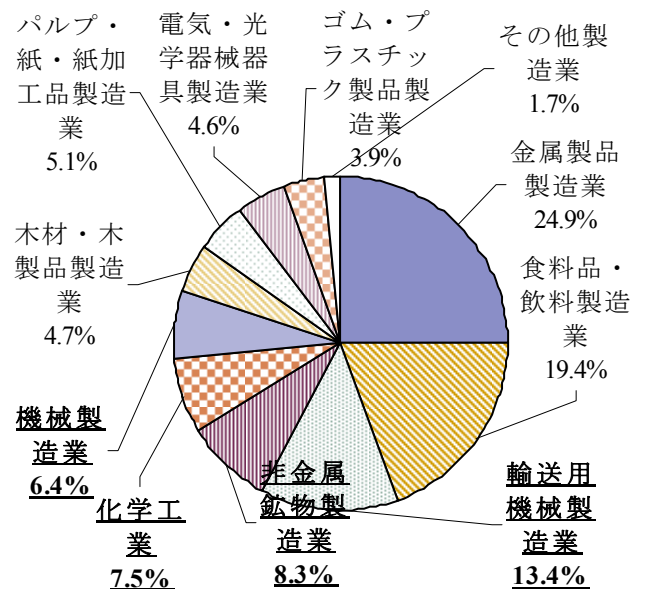


(資料) Macrobond より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第7-1図：国外からの直接投資内訳 (2013年時点ストック)



第7-2図：内、製造業部門への直接投資内訳 (2013年時点ストック)

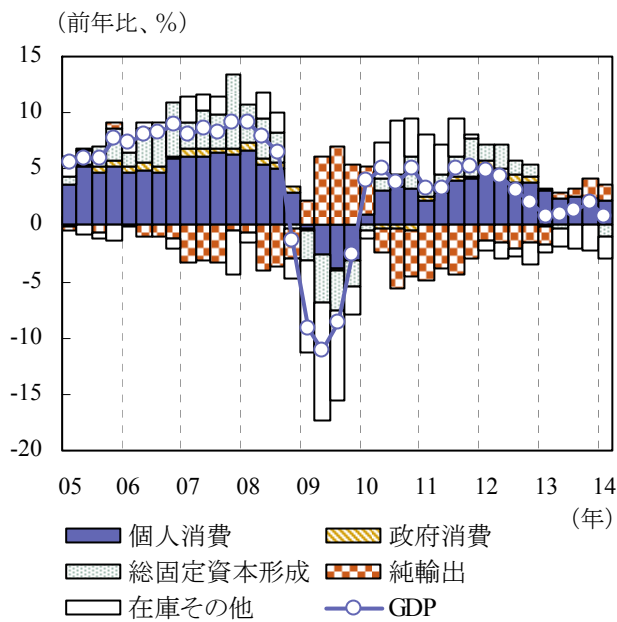


(注) 下線はエネルギー関連部門を含む業種を示す(ロシア統計局、申請ベースのデータを使用)

(資料) WiiW、より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

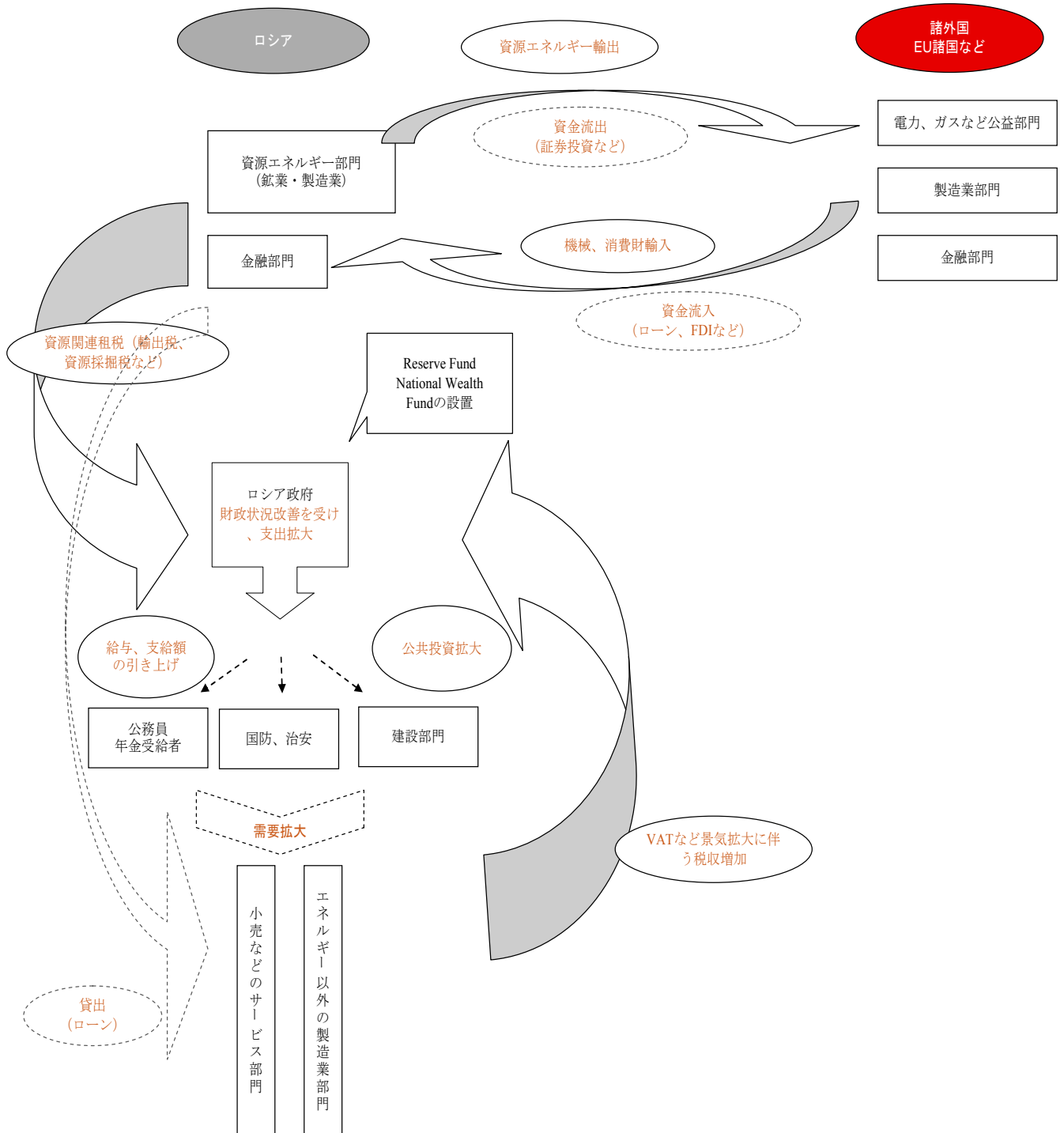
以上でみてきたように、ロシア経済は資源エネルギー収入の増加により、①対外収支の大幅な改善、②財政状況の改善、③信用力の向上、という3点において恩恵を受けている。実質GDP成長率の内訳を見る限りでは、内需主導型の経済成長を続けてきたロシア経済であるが（第8図）、その根幹を支えているのは原油を中心とした資源エネルギー収入といえるだろう（第9図）。以下では、上記の3点について、より詳細にデータをみていきたい。

第8図：実質GDP成長率の推移



(資料) Macrobond より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第9図：資源エネルギーを軸にしたロシアの経済発展の仕組み

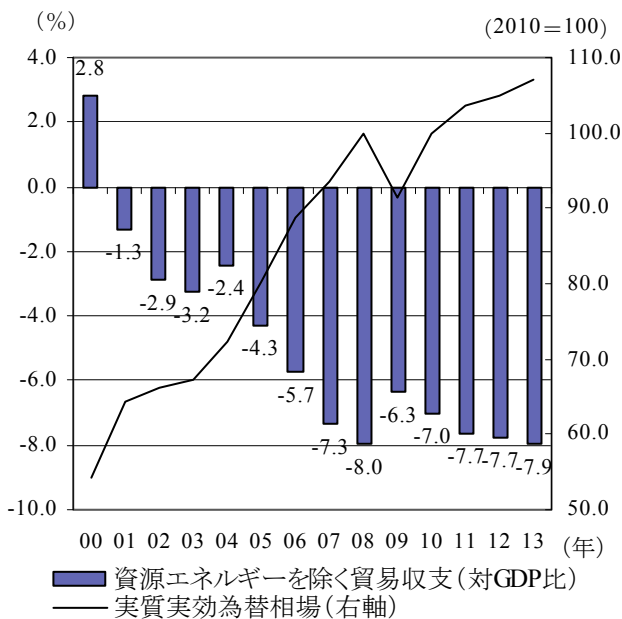


(資料) 三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

3. 経常黒字の源としての資源エネルギー

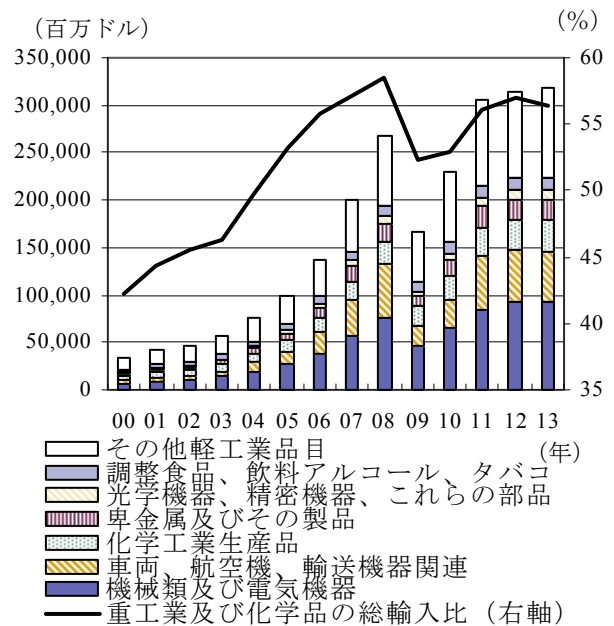
2000年以降、貿易黒字は原油価格の推移とほぼ連動して推移してきた。この間、実質実効為替相場は、国内の高インフレなどを背景に急速に上昇し、国内産業の輸出競争力は大きく低下した。内需の大幅な拡大もあり、資源エネルギー輸出を除いた貿易赤字は2001年以降増加基調を辿り、その規模は2013年末には対GDP比7.9%に達している（第10図）。輸入総額は、2013年には2000年の水準のおよそ10倍に達したほか、その内訳の推移をみると、機械、車両・輸送機器、化学といった工業品輸入の高い伸びがみて取れる（第11図）。

第10図：資源エネルギーを除く貿易収支と実質実効為替相場の推移



(資料) Macrobond IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

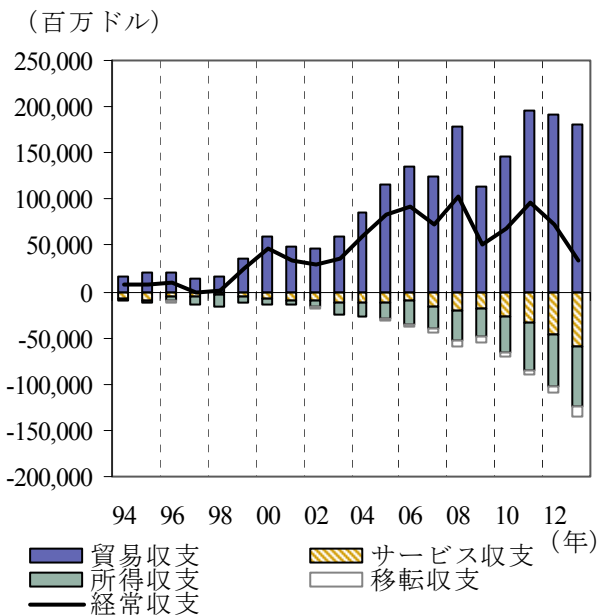
第11図：輸入品の推移 (内訳)



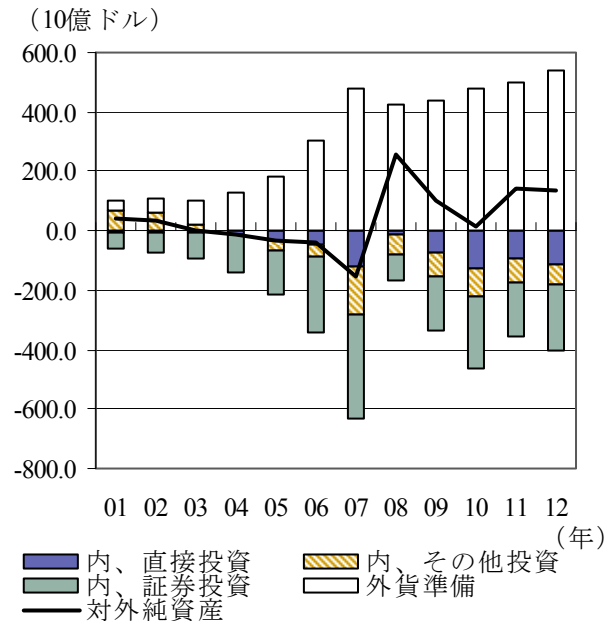
(資料) WiiWより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

一方、経常収支の推移をみると、ここ数年、貿易黒字との連動性が薄れ、黒字縮小傾向が加速しているように見える。これは、サービス収支の赤字増加に加え、所得収支（雇用報酬及び利子、配当等）の赤字幅も拡大しているためである（第12図）。これまで海外直接投資の流入を促進し、海外での資金調達を積極的に行ってきた結果、海外への配当・利払いが増加したことが所得収支赤字の背景にある。ロシアの対外純資産がプラスであるにもかかわらず、所得収支赤字が拡大している要因は、対外債権を収益率の低い外貨準備（外国債等）の形で保有しているのに対し、相対的に配当・利払い負担が大きい直接投資やその他投資（銀行貸出等）が対外純債務になっているためと考えられる（第13図）。このように、国際収支の不均衡調整役としての資源エネルギーの役割は今まで以上に重要になっているといえる。

第 12 図：経常収支の推移



第 13 図：対外純資産とその内訳



(資料) Macrobondより三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

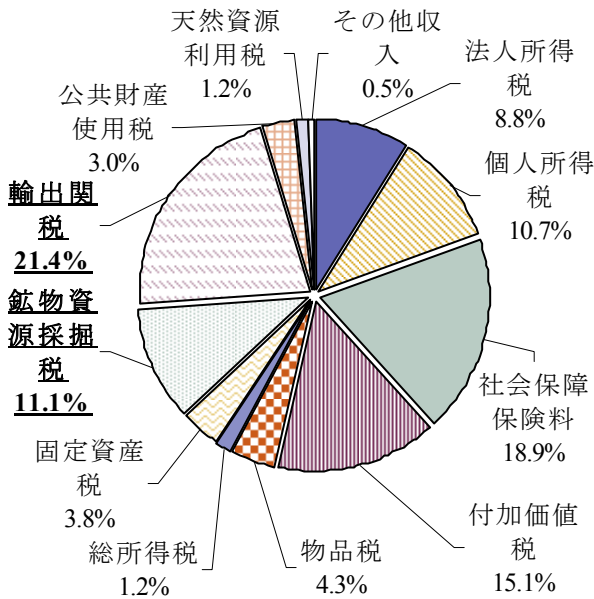
(資料) Macrobondより三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

4. 最大の財源である資源エネルギー部門

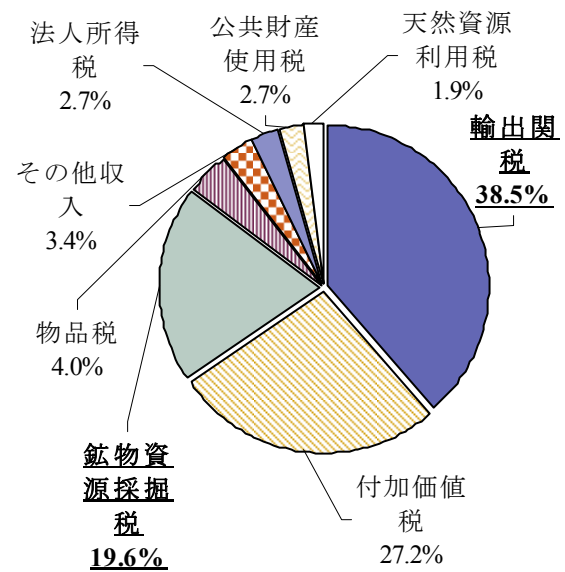
2000 年以降、ロシア政府の歳入は増加傾向を辿り、10 年余りで 10 倍強の規模に拡大した。歳入の主な内訳をみると、2013 年の一般政府ベースでは、輸出関税 (21.4%)、社会保険料 (18.9%)、付加価値税 (15.1%)、鉱物資源採掘税 (11.1%) となっており (第 14、15 図)、この内、エネルギー部門から徴収される輸出関税、鉱物資源採掘税は歳入全体の 3 割強を占める。また、連邦政府の歳入は半分以上がエネルギー関連の租税収入で占められている。一方、資源エネルギー産業では、重い税負担 (第 5 表) によって投資が抑制され、生産能力拡大を妨げる一因となっている。

政府は、資源エネルギー産業の税負担軽減に加え、景気後退後に悪化した財政の立て直しも兼ね、所得税率及び付加価値税率の引き上げ、または売上税の導入などを検討している。しかし、資源エネルギー関連税の引き下げに見合う十分な財源を確保できるかは不透明な上、景気低迷下での増税には抵抗も予想され、歳入面での資源エネルギー部門への過度の依存から脱することは容易ではないとみられる。加えて、欧米の経済制裁により、深海・北極圏油田開発用の高度技術の供与や資材の輸出等が禁止されたことから、新規の開発が更に遅れ、中期的な生産下押し要因となることが懸念されている。

第14図：一般政府歳入の内訳（2013年）



第15図：連邦政府歳入の内訳（2013年）



一般政府歳入（2013年）総額 24 兆 824 億ルーブル

連邦政府歳入（2013年）総額 13 兆 200 億ルーブル

(資料)ロシア統計局より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

(資料)ロシア統計局より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第5表：エネルギー部門への課税比率

●鉱物資源採掘税:税率は引き続き上昇

	2013	2014	2015	2016
原油*	RUB 470/ t	RUB 493/ t	RUB 530/ t	RUB 559/ t
天然ガス	RUB 622/1000m ³	RUB 700/1000m ³	RUB 788/1000m ³	-
濃縮ガス	RUB 590/ t	RUB 647/ t	RUB 679/ t	-

*係数調整：係数はウラル原油価格、対ドル相場、埋蔵量に対する採掘量などが影響

●輸出関税：税率は若干引き下げへ

原油価格	1バレル当たりの関税比率	
15ドルまで	0%	
15ドル～20ドル	35% × (原油価格 - \$ 15)	
20ドル～25ドル	\$ 1.75 + 45% × (原油価格 - \$ 20)	
25ドル～	\$ 4 + 59% × (原油価格 - \$ 25)	57% (2015年) 55% (2016年)

上記数式に基づき、トン当たりの関税率が政府によって毎月ベースで発表される
採掘場所によっては、低率の関税率が課される場合もある

●その他の輸出関税：一部の税率は引き下げへ

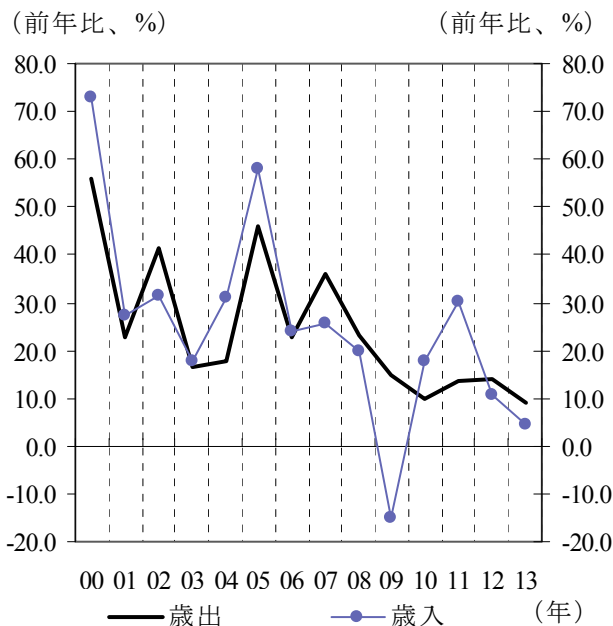
天然ガス	30%	ディーゼル、航空燃料などについては、63% (2015年) 61% (2016年)、重油等については、2015年から100%となる見込み
液化天然ガス	0%	
石油関連製品 (除ガソリン)	原油の65%、	
ガソリン	原油の90%	

(資料)EY 等より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

一方、2000年以降、歳出も歳入同様高い伸び率を維持してきた（第16図）。2013年の歳出内訳をみると、「社会・文化事業」、「国民経済」、「治安・テロ対策」、「国防」の4項目で一般政府歳出の約9割（連邦政府歳出では8割強）を構成している（第6表）。連邦政府歳出では、公務員給与、年金などを含む「社会・文化事業」の歳出が過去9年間で約15倍、企業支援、インフラ整備などを含む「国民経済」の歳出が過去7年間で約5倍に拡大しており、エネルギー価格上昇によって増加した歳入が政府を経由して国民や企業に再分配されてきたことが伺える。

特に、大統領選挙前の2011年には「社会・文化事業」への歳出は、前年の水準の3倍以上となったほか、「国民経済」についても、前年比+41.9%と前年の同▲19%から一転して高い伸び率となるなど、選挙前の財政緩和ぶりが伺える。また、「国防」、「治安・テロ対策」は、軍の近代化や警備体制強化などを理由に2004年比約10倍に拡大しているほか、足元、政府支出削減が推し進められる状況下にあっても、唯一前年比二桁増の拡大ペースを保っている（第17図）。

第16図：一般政府歳入・歳出の伸び



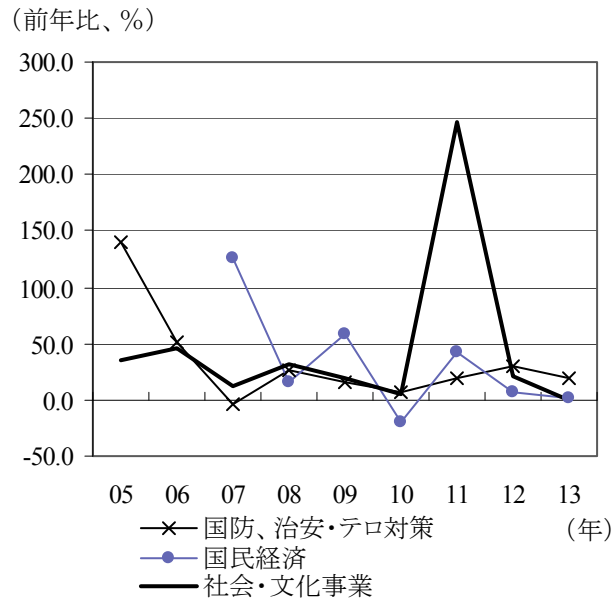
(資料) Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6表：政府歳出構成（2013年実績）

(10億ルーブル)	一般政府	連邦政府
歳出総額	24,931	13,343
国家的事業	1,526	851
政府債務利払い	441	360
国防	2,106	2,104
治安、テロ対策	2,159	2,062
国民経済	3,282	1,849
エネルギー、燃料関連	51	20
農業・漁業	361	219
鉄道・運輸	545	258
道路運営	1,172	505
通信	94	42
開発・リサーチ	266	265
その他国民経済関連	592	399
住宅・公営事業	1,053	178
社会・文化事業	14,678	5,248
予算間移転	0	668

(資料) ロシア統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 17 図：主要歳出項目の伸び



(資料) Macrobond より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

こうした大幅な歳出拡大にもかかわらず、原油価格の上昇を背景に歳出を上回る歳入増が維持されてきたため、財政状態は基本的には健全さを保ってきた。しかし、資源エネルギー関連歳入を除いた財政収支は大幅な赤字状態にあり、2013 年の赤字幅は、一般政府、連邦政府とも対 GDP 比 10% を超え、政府の中期目標値である同 4.7% を大きく上回っている (第 7 表)。このことは、ロシアの財政構造が原油価格の下落に対して、脆弱性を有することを示す。

一方、財政の補てんに利用可能な準備基金の残高は、連邦政府歳出の 3 ヶ月分程度に止まっており、バッファーとしての機能は必ずしも大きくない。実際、ロシア財務省は、財政補てんに準備基金が利用された場合、3 年で底をつく可能性があるとの見解を示している (国民福祉基金の予算への転用は原則禁止)。

第 7 表：ロシア財政収支の推移

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
財政収支	(対GDP比)	4.5	8.1	8.4	6.0	4.9	-6.3	-3.4	1.5	0.4	-1.3
エネルギー関連歳入を除く 財政収支(一般政府)	(対GDP比)	-	-	-2.6	-1.4	-0.9	-14.0	-11.7	-8.5	-9.9	-11.1
同(連邦政府)	(対GDP比)	-	-	-3.6	-2.0	-1.7	-13.0	-12.3	-9.6	-10.6	-10.6
名目GDP成長率	(前年比、%)	28.9	26.9	24.6	23.5	24.2	-6.0	19.3	20.9	11.2	7.3
名目政府消費支出の伸び	(前年比、%)	22.1	26.2	28.4	22.9	28.0	9.6	7.5	16.5	17.7	9.7

(資料) Macrobond より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

足元の財政動向をみると、政府は 2008 年以降の景気後退期に急速に悪化した財政の立て直しに向け、歳出抑制を余儀なくされており、2013 年には「社会・文化事業」の伸びがマイナスとなったほか、「国民経済」の伸びも急ピツ

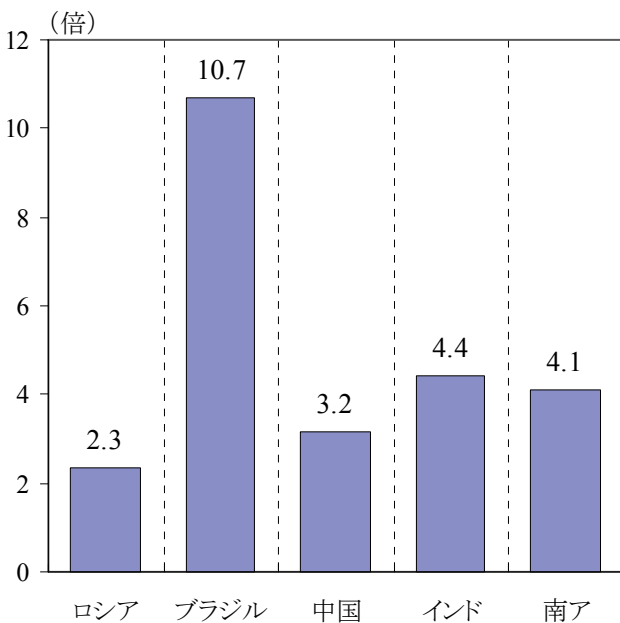
チで減速している。その結果、内需失速による景気鈍化が鮮明化しており、これまでの経済成長が原油関連収入の再分配により下支えされていた姿が改めて浮き彫りとなった。

5. 信用力の向上に伴う国際資本市場へのアクセス改善

外準増加や政府債務削減に伴うロシアの信用力向上は、ロシアの金融機関及び企業の国際資本市場へのアクセスを助ける要因となった。従来からロシアは、インフレや通貨下落に対する根強い警戒感や投資環境の未整備などから資金が海外に流出しやすく、国内では資金不足となる傾向がある。ロシアの信用乗数（マネーサプライ÷ベースマネー）の低さは、経常黒字として流入した資金が国内での信用創造に結びつきにくいことの表れでもある（第18図）。経常黒字と資本収支赤字という国際収支構造を有する国は他にもあるが、ロシアは上記の点において他の経常黒字国とは事情を異にしている。

金融面においてこうした構造が存在するなか、ロシアの金融機関及び企業は、国の信用力向上に伴う資金調達コスト低下を活用し、国内の資金不足を海外市場からの調達で補ってきた（第19図）。その一方で、国内の金融システムの発達が遅れていることは否定できず、銀行貸出の規模は低水準に止まってきた（第20図）。

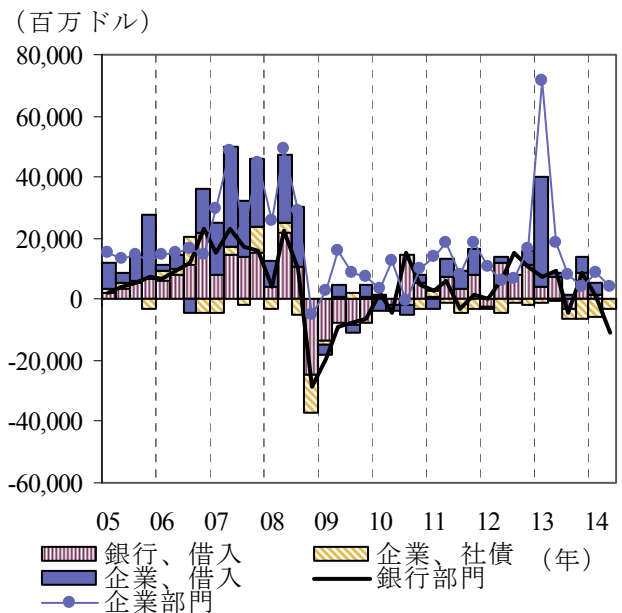
第18図：主要新興国の信用乗数（2012年）



(注) 信用乗数 = マネーサプライ ÷ ベースマネー

(資料) Macrobond より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第19図：金融機関、企業の海外からの資金調達内訳



(資料) Macrobond より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

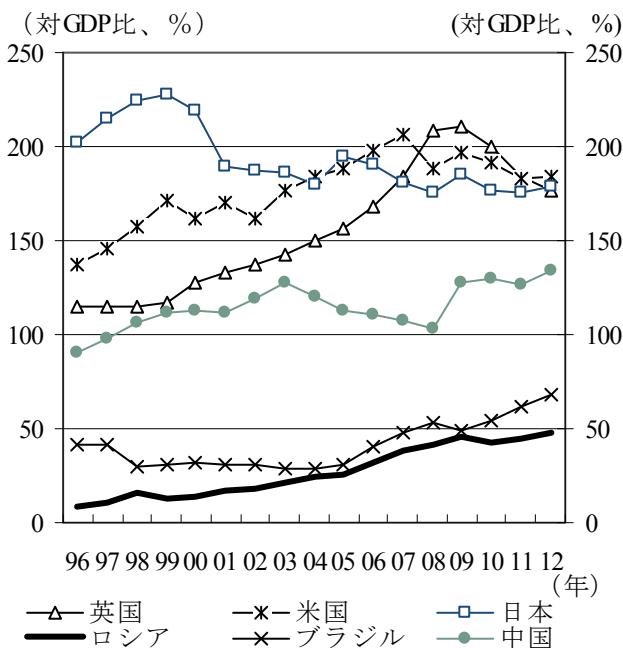
欧米諸国が7月に追加経済制裁策^(注1)として、ロシアの海外金融市場へのアクセスに制限を加えたことで、資源エネルギー収入依存の功罪が再認識されるようになった。当該制裁の導入前より、ロシア・ウクライナ情勢の緊迫化を受けて、ロシア向けの信用供与には慎重な姿勢が広がっており、今回の追加制裁の影響はこうした間接的な影響を含めると相応に大きいと考えられる。

ロシアの銀行部門は他の新興国と比べて海外資金への依存度が高く(第21図)、また民間部門全体(国営企業含む)の対外債務残高^(注2)は6,469億ドル(外貨準備高の約1.5倍)に達している。ロシア中銀は6月半ば、流動性不足対策として2兆ルーブル(約570億ドル)の追加資金供給を発表したが、経済制裁の影響が一段と拡大した場合にはさらなる対策が求められよう。

(注1) 7月に導入された経済制裁策は、EU・米国の銀行・企業等に対し、ロシア主要行等の新規発行債券(満期90日超)と新株式の売買を禁止する内容。

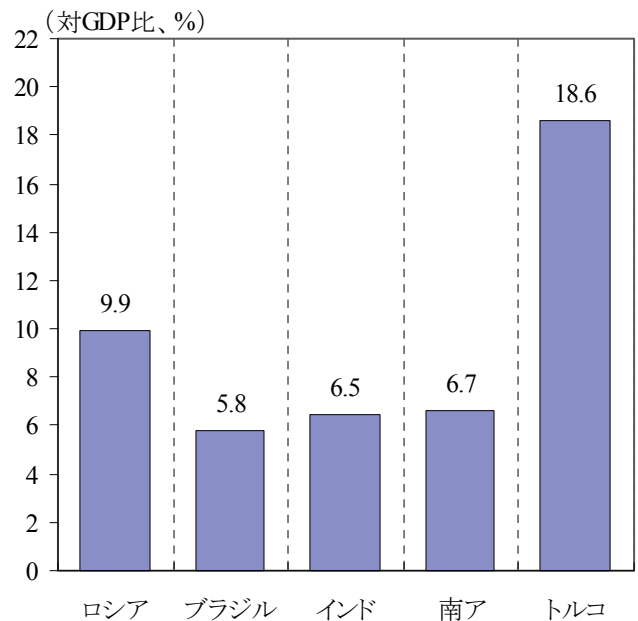
(注2) 対外債務残高のうち短期債務は757億ドル(輸出額の2ヵ月分相当)。

第20図：主要国の銀行貸出残高



(資料) Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第21図：新興国銀行部門の対外債務残高 (2013年末時点)



(資料) Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

おわりに

資源エネルギーは、対外収支の大幅な改善、財政状況の改善、信用力の向上という3つの経路を通じて、ロシア経済に貢献してきた。その一方で、産業構造の多様化や国内金融市場の発達が十分に進まず、エネルギー価格下落に対する脆弱性も高まってきたといえる。今般の欧米等による経済制裁や地政学的リスクの高まりを受けた資金の流れの変化は、昨年から既に減速傾向にあったロシアの景気を一段と下押しする要因となっている。ウクライナ情勢を巡る不透明感は依然強く、今後経済制裁がさらに強化された場合には、資源エネルギー依存構造の脆弱性がより顕在化し、景気は一段の冷え込みを余儀なくされよう。

以上

(2014.9.1 石原 尚子 naoko.ishihara@uk.mufg.jp
高山 真 shin.takayama@uk.mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。