

「ポスト・プーチン」のロシア経済

～ 「双子の黒字」と「一つの基金」が支えるロシア経済の高成長は続くか ～

<要旨>

急速な経済成長を続けるロシアへの世界の関心が高まっている。日本企業は、従来、欧米企業に比べてロシア進出に慎重であった。しかし、最近、ロシアが中長期的に有望な市場であるとの認識が広まり、日本企業にとってのロシアの位置付けが今までとは大きく変わろうとしている。日本の大手自動車メーカーのロシア現地生産進出は、それを象徴的に示すものといえよう。

ロシア経済は、良好な雇用所得環境に支えられた個人消費拡大に牽引され、高成長を続けている。個人消費好調の代表例は外国乗用車の販売急拡大である。乗用車市場での外国車シェアは、2000年には20%にすぎなかったが2006年には50%にも達した。これは、ロシアの消費者が高品質製品への指向が強いことを示唆する事例といえる。

ロシア経済を支えているのは、「双子の黒字」と「一つの基金」である。輸出の6割をエネルギーが占めるロシアは、原油高による経常収支黒字で巨額の所得移転という恩恵に浴している。また、足元では民間資金流入増により資本収支の黒字幅も拡大している。さらに、原油輸出税収入の積上りにより安定化基金の残高が巨額に膨らんでいる。これは、原油価格下落時に為替相場急落を回避する安全弁となる。ロシア政府は、この安定化基金を原資にパリクラブ債務を完済し、国際金融界での信認を高めることに成功した。ロシア経済の大きな問題点は、貯蓄率が高いにもかかわらず投資率が低いことである。しかし、投資が今後拡大する兆候も出てきた。まず、ロシアでは賃金が急上昇していることから、生産要素面で労働から資本への代替が発生しやすい状況にある。また、企業の資金繰りが好転しており設備投資が可能な状況になっている。さらに、財政が黒字であるため、政府がインフラ整備資金を投入できる余地も大きいといえる。

世界の原油需給状況から考えて原油価格が暴落する可能性は当面低いと見られ、原油高を背景とするロシア経済の高成長は今後も続く見込みである。2008年3月には新大統領の選挙が行われるが、プーチン大統領の路線を踏襲する人物が当選する可能性が高い。そうなれば、ポスト・プーチンのロシア経済は、外資の進出が加速し堅調に拡大するというシナリオが濃厚であるといえる。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問い合わせ先】調査部

堀江正人 (E-Mail: horie@murc.jp)

はじめに ～「市場としてのロシア」に注目する日本企業

近年、高成長を続けるロシア経済に対する世界の関心が高まっている。従来欧米企業に比べてロシア進出に慎重であった日本企業の間にも、ロシアが中長期的に有望な市場であるとの認識が広まりつつある。すでに、日本の大手自動車メーカーがロシアでの乗用車現地生産準備を開始しており、従来見られなかった日本の製造業によるロシアへの大規模な直接投資が実現している。いま、日本企業にとってのロシアの位置付けが、従来とは大きく変わろうとしているのである。

国際協力銀行が毎年実施している海外直接投資アンケート調査の結果を見ても、有望な事業展開先としてロシアへの日本企業の関心が高まっていることを確認できる。上記アンケート調査のなかで「中期的に有望な国・地域」としてのロシアの順位を見ると、2004年度には人口2億人のインドネシアを上回る第6位となり、また、「長期的に有望な国・地域」としてのロシアの順位は、2006年度には、中国とインドに続く第3位に躍進した。

図表1．日本の製造業が今後の事業展開先として有望と考える国々

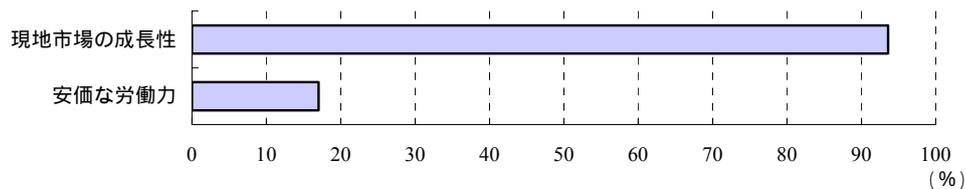
中期的に有望な国・地域（今後3年程度）						長期的に有望な国・地域（今後10年程度）					
順位	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	順位	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度
1位	中国	中国	中国	中国	中国	1位	中国	中国	中国	中国	中国
2位	タイ	タイ	タイ	インド	インド	2位	米国	インド	インド	インド	インド
3位	米国	米国	インド	タイ	ベトナム	3位	インド	米国	タイ	ベトナム	ロシア
4位	インドネシア	ベトナム	ベトナム	ベトナム	タイ	4位	ベトナム	タイ	ベトナム	ロシア	ベトナム
5位	ベトナム	インド	米国	米国	米国	5位	タイ	ベトナム	米国	タイ	米国
6位	インド	インドネシア	ロシア	ロシア	ロシア	6位	インドネシア	ロシア	ロシア	米国	タイ
7位	台湾	韓国	インドネシア	韓国	ブラジル	7位	ブラジル	インドネシア	インドネシア	ブラジル	ブラジル
8位	韓国	台湾	韓国	インドネシア	韓国	8位	ロシア	韓国	ブラジル	インドネシア	インドネシア
9位	マレーシア	マレーシア	台湾	ブラジル	インドネシア	9位	マレーシア	ブラジル	韓国	韓国	韓国
10位	ブラジル	ロシア	マレーシア	台湾	台湾	10位	韓国	マレーシア	台湾	マレーシア	マレーシア

(出所) 国際協力銀行 「海外直接投資アンケート調査結果報告」(各年版)

上記アンケート調査によれば、ロシアを有望と考える日本企業のうち、有望理由として「現地市場の成長性」を挙げる企業が9割を超えて最も多くなっている。有望理由の第2位は「安価な労働力」であるが、これを挙げる企業は2割に満たない。

つまり、ロシアが有望と考えられているのは、その国内市場の潜在力の大きさゆえであると言ってよいであろう。

図表2．ロシアが事業展開先として有望な理由（回答比率上位項目）



(出所) 国際協力銀行「2006年度海外直接投資アンケート調査結果」

特に、乗用車・デジタル家電製品などの消費財の市場として、ロシアは、日本企業にとって有望なマーケットとしてクローズアップされつつある。日本企業が今後のロシア戦略

を考える上で、ロシアの個人消費の動向とそれを支える要因について把握することが重要なポイントになりそうである。

こうしたことを踏まえ、本稿では、ロシアの個人消費の動態的变化とその背景を中心に分析を行い、ロシア経済の高成長および個人消費拡大のメカニズムについて考察する。そこでの注目点は、「双子の黒字」と「ひとつの基金」がロシア経済を支える構造である。すなわち、今のロシアでは、経常収支と資本収支がともに黒字であり、原油輸出関連税収入の積上がりで安定化基金が巨額に膨れ上がっている。これらが、ロシア経済の安定を支え、高成長の原動力になっていることを明らかにする。

さらに、こうした分析を踏まえ、プーチン大統領の後任を決める次期大統領選挙（2008年3月）後のロシア経済について展望する。

1. 好調を続けるロシア経済

(1) 個人消費主導の景気拡大が続くロシア

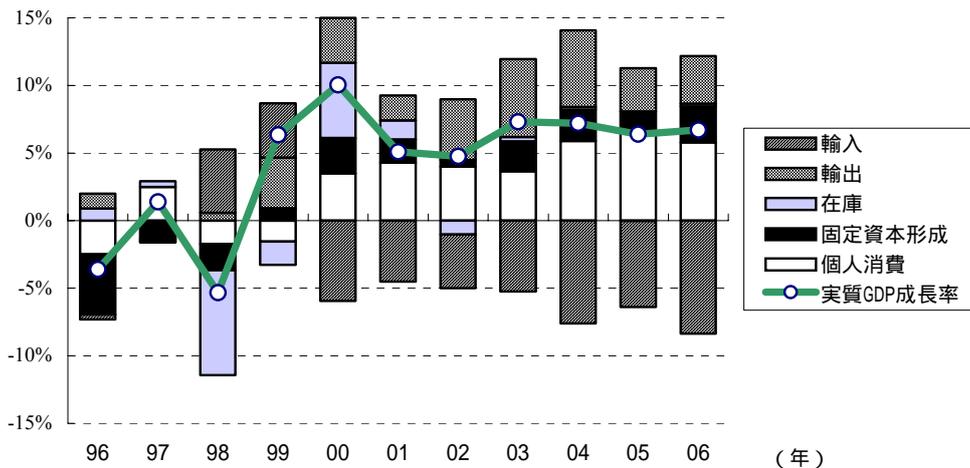
ロシア経済の1990年代は、マイナス成長と高インフレに苦しみ、また、通貨危機によって大きな混乱に陥るといった受難の時代であった。しかし、2000年以降のロシア経済は、1990年代とは見違えるほどの高成長を謳歌している。

ロシア経済は、1998年の通貨危機でマイナス成長となったが、その後は8年連続でプラス成長を維持し好調に推移している。2006年の実質GDP成長率は6.7%となり、2003年以降、4年連続で6%を上回る高成長となった。

ロシアのGDPを需要項目別に見ると、個人消費が景気拡大の牽引役となっていることがわかる。

実質個人消費は、2004年以降、3年連続で前年比10%を超える高い伸びを続けており、他の欧州諸国と比べても、また、世界的に見ても、ロシアの勢いの強さは際立っているといえる。

図表3. ロシアの実質GDP成長率と需要項目別寄与度

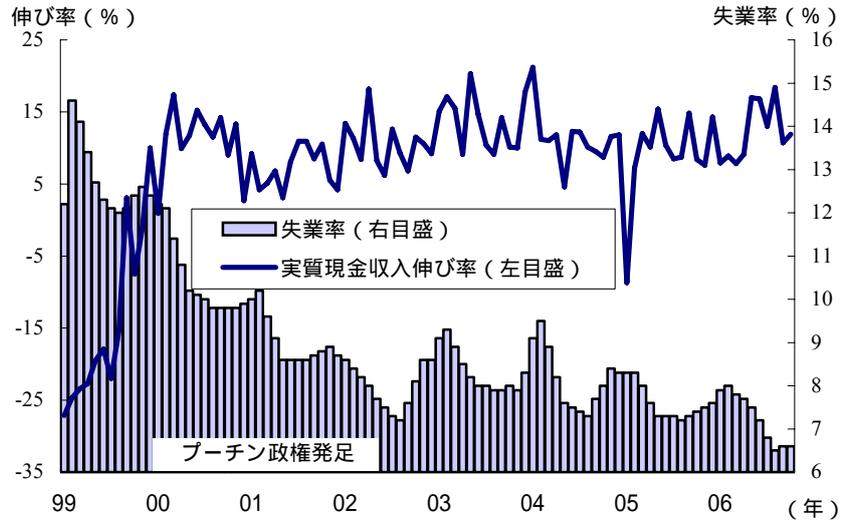


(出所) ロシア連邦統計局 ウェブサイト

ロシアの個人消費拡大の背景について見ると、まず、雇用・所得環境が非常に良好であることがあげられよう。プーチン政権が発足した2000年以降、実質現金収入は前年同月比10%前後の高い伸び率を維持している。

一方、失業率は、最近7年あまりの間、低下を続けている。失業率は、足元で6%台と、プーチン政権発足前の1999年頃と比べて半分に低下している。これは、ほぼ自然失業率であり、事実上の完全雇用に近い状態を示すものと見られている。

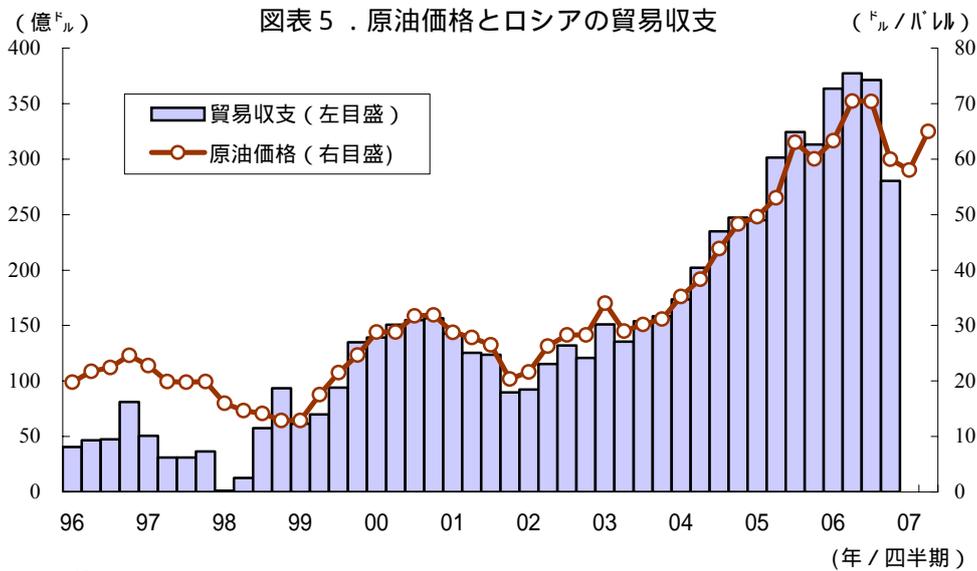
図表4．実質現金収入伸び率（前年同月比）と失業率



(出所) ロシア中央銀行ウェブサイト

(2) ロシア経済を支える「双子の黒字」と「ひとつの基金」

最近のロシアにおける景気拡大の原動力は、原油高である。輸出の6割をエネルギー資源が占めるロシアは、原油価格高騰に伴う貿易黒字拡大により経常収支黒字が急激に増大している。この「巨額の所得移転」が最終需要を拡大させる原動力になっているのである。2003年から上昇を続けてきた原油国際価格は、2006年夏をピークにやや下落したが、2007年春以降に再び騰勢に転じている。



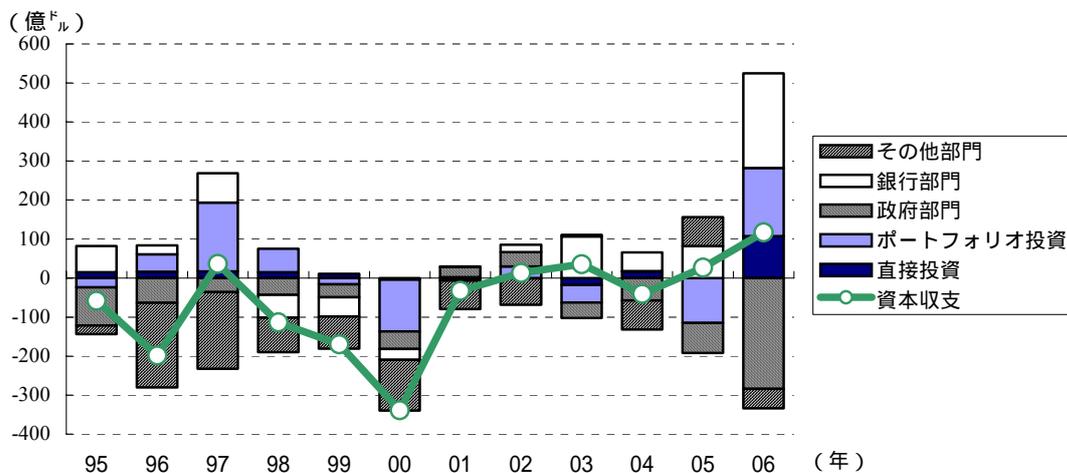
(出所) IMF, International Financial Statistics

世界景気の堅調な動き、中国・インドなど新興国経済の高成長によるエネルギー消費急増といった需要押し上げ要因と、イラク復興遅れ等による原油供給能力面の制約などを考慮すれば、原油価格が急落するような事態は当面考えにくい。このため、ロシア経済好調の原動力である巨額の貿易黒字が大きく縮小することはなく、ロシア経済の高成長は2007～

2008年も続く可能性が高いと見られる。

ロシアは、原油高による大幅な経常黒字（すなわち巨額の所得移転）の恩恵に浴しているわけであるが、さらに、足元では、これに加えて、資本収支の黒字幅も拡大しつつある。2006年の資本収支黒字幅は、ロシアの市場経済移行後で最大規模となった。資本収支の内訳を見ると、パリクラブ債務返済などの一時的要因で政府部門が資本流出超過となったが、民間部門が大幅な資本流入超過となったために、資本収支黒字が拡大したことを確認できる。2006年の民間部門資本収支を大幅黒字にした要因は、海外からの直接投資拡大、外国投資家によるポートフォリオ投資の大幅な増加、銀行部門の海外からの資金調達急拡大であった。

図表6．ロシアの資本収支（および主な収支項目）の推移



（出所）IMF, *International Financial Statistics*

2005年から2006年にかけて、ロシアでは、外銀によるロシア地場銀行の買収をはじめとするM&Aが活発化しており、民間資本流入のかなりの部分が、こうした目的のために充当された可能性がある。

また、BIS資料によると、ロシアは、近年、海外からの資金借り入れを拡大しており、2005年は390億ドル、2006年には330億ドルのシンジケートローンを経済界の銀行から借入れる契約を締結している。

一方、ロシアでは、社会経済情勢の不透明感などから海外への資本逃避が目立っていたが、これも、堅調な経済と社会情勢安定化を受けて足元で縮小しつつある。

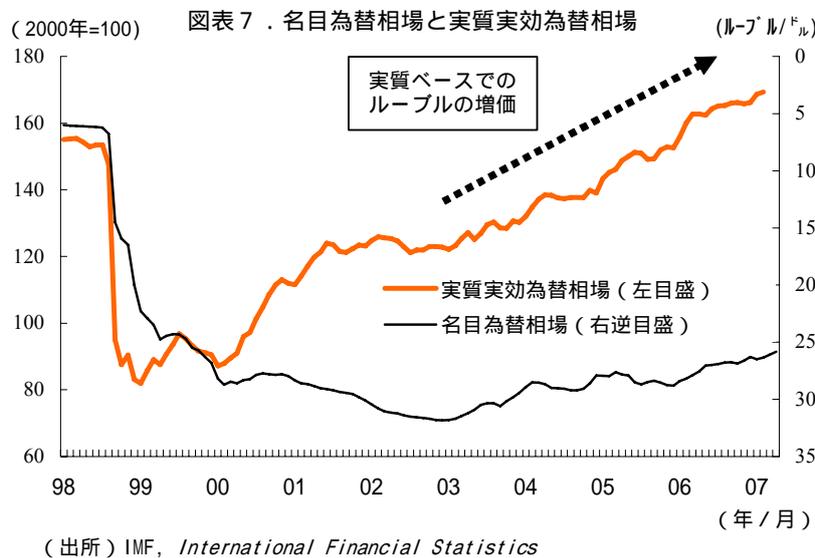
このようなロシアへの民間資本流入拡大の底流には、まず、実体経済の好調と大幅な貿易黒字によるルーブル為替相場の先高感があるといえよう。また、2006年7月のルーブル取引規制緩和により外国投資家から見て対ロシア投資の制約要因が減ったこと、さらに、2006年のパリクラブ債務返済完了で国際金融界のロシアへの信認が向上したことも大きく影響していると思われる。

こうした民間資金流入の加速は、今後の景気を刺激し経済成長を持続させる効果がある

ことから、ロシア経済の中期的拡大を示唆する「プラスの先行指標」と捉えることができよう。

ロシアの個人消費と輸入の拡大をもたらしている要因として、雇用・所得環境の改善に加えて、ルーブル高にも注目する必要がある。

ルーブル高の要因も、やはり原油価格高騰である。ルーブルの対ドル市場レート（名目為替相場）は、原油高による外貨流入増大を受けて2003年以降、ルーブル高基調が続いている。これに加えて、ロシア国内のインフレ率が10%前後の高い伸びを続けてきたため、ルーブルの実質為替相場が大幅に上昇しているのである。ルーブルの実質実効為替相場は、足元で、ロシア通貨危機直後（1999年）に比べて100%も増価している。こうしたルーブル増価は、輸入購買力を高め、ロシアの個人消費・輸入の拡大を後押しする要因となっている。



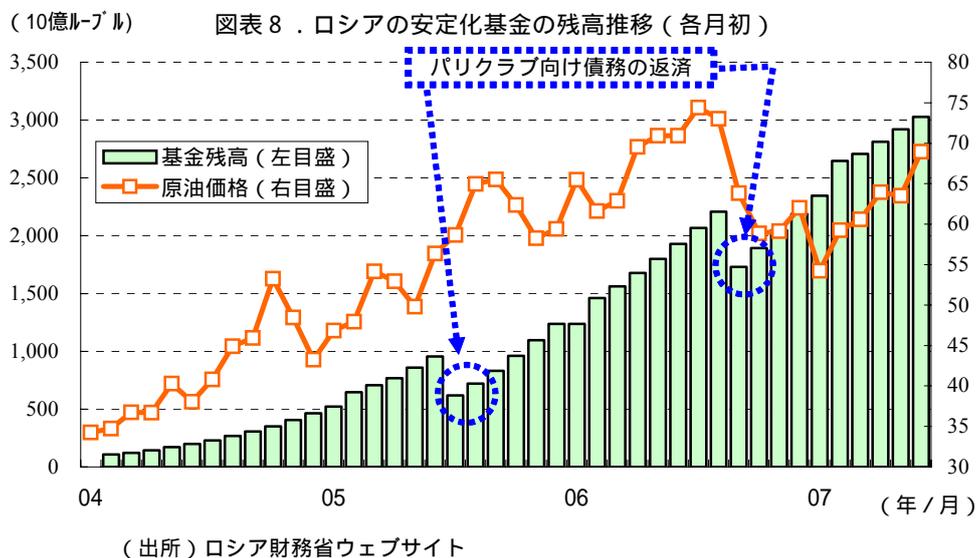
1990年代には、通貨ルーブルの信認が低かったため、ロシア国民の間に外貨保有という形での行き過ぎた資産退蔵が横行し、これが消費抑制要因になったと考えられている。しかし、ルーブル相場が安定し市場の信認が回復してきたことを受け、為替リスク対策として資産を退蔵するインセンティブはなくなった。このため、従来、所得のうち外貨購入に充当されてきた部分が消費支出に回されるようになり、それが個人消費の押上げ要因になっている可能性が高いと見られている。

しかし、他方で、ルーブルの増価が輸入品への需要を高め国内生産の増加を妨げているという側面もある。ルーブルの増価は、ロシアの国際競争力を低下させ、輸出産業の設備投資拡大を阻害する要因となることには注意が必要である。今後、仮に、ロシアの資源エネルギー生産に何らかのトラブルが発生した場合、資源エネルギー以外の産業の国際競争力が低いロシアは、今のような大幅な貿易黒字に支えられた好景気を維持できなくなる可能性が高い。

原油高は、実体経済面だけでなく、国際金融面でもロシア経済の安定に大きく寄与している。そのカギを握るのが、原油価格高騰によって膨らんだ「安定化基金」である。安定化基金は、原油価格下落のリスクに備えることを基本目的として、2004年1月に創設された。同基金には、原油採掘税・輸出税による収入が積立てられ、将来、原油価格が20ドル/バレル以下に下落した場合に財政赤字を補填するために使われると定められている。また同基金の残高が5000億ルーブルを超えた場合には、対外債務の返済にも充当可能である。同基金の残高は、創設1年後に早くも5000億ルーブルを超え、2005年以降は石油関連税率の引上げと原油価格高騰との相乗効果により、急速に膨れ上がった。2007年6月時点で、安定化基金の残高は3兆ルーブル（約15兆円）にも達している。

前述のように、資源エネルギー以外の分野の産業競争力が低いロシアは、原油価格が下落すれば、貿易黒字は縮小、為替相場も下落し、経済高成長を維持できなくなる可能性がある。しかし、巨額の安定化基金を為替市場介入資金として使用すれば、ロシアは、原油価格が下落した場合でも、為替相場急落を回避し実体経済へのマイナス影響を軽減することが可能である。

また、安定化基金の拡大は、ロシアの対外ポジションの改善をもたらしている。ロシア政府は、2005年夏に、安定化基金を原資にパリクラブ向け債務150億ドルを繰り上げ返済し、さらに2006年8月には同債務220億ドルの繰り上げ返済を実施、旧ソ連から引き継いだ同債務の完済を果たした。



ロシアは2002年からG8サミットの正式メンバーとなり、これによって国際的な威信は大きく向上した。しかし、他方で、ロシアは、パリクラブの債務国であったため、国際金融界において、いわば重債務発展途上国と同じような位置付けに甘んじてきた。パリクラブ債務完済によって、ロシアは、「市場経済先進国への仲間入り」という目標に向けて一歩前進したといえる。

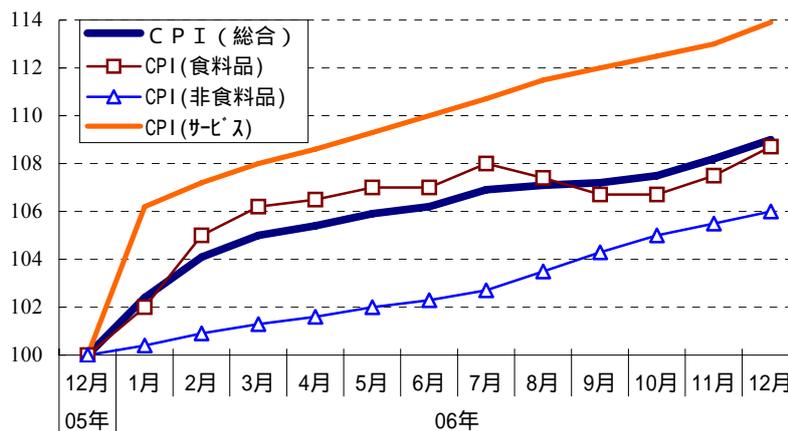
(3) 高いインフレ圧力 ~ 賃金、地価も上昇

高成長を続けるロシア経済にとって、ひとつの大きな問題は、インフレ率の高さである。インフレ率(CPI上昇率)は、通貨危機直後から2005年まで年率10%を下回ることがなかった。しかし、2006年のインフレ率は、中央銀行がルーブル売り介入をやめ通貨高を容認したことなどを受けて、12月末には前年同月比9.0%と一桁台に低下し、足元では7%台に落ち着いている。

ただ、ルーブル高によって輸入物価上昇が抑制されインフレ率がある程度押下げられているとはいえ、ロシアの物価上昇の勢いが今後急に弱まるとは考えにくい。その理由は、物価上昇の背景を考えれば明らかであろう。

CPIの中で、特に、サービス関連CPIの伸びが高いが、これは、公共料金値上げの影響を大きく受けたものと考えられる。社会主義時代の名残りで政策的に低く抑えられてきた各種公共料金は、市場経済の浸透につれて「コストに見合う水準」への見直しが不可避となる見込みである。これは、中長期的な物価上昇圧力となる。

図表9. 2006年の消費者物価指数の推移(2005年12月=100として表示)

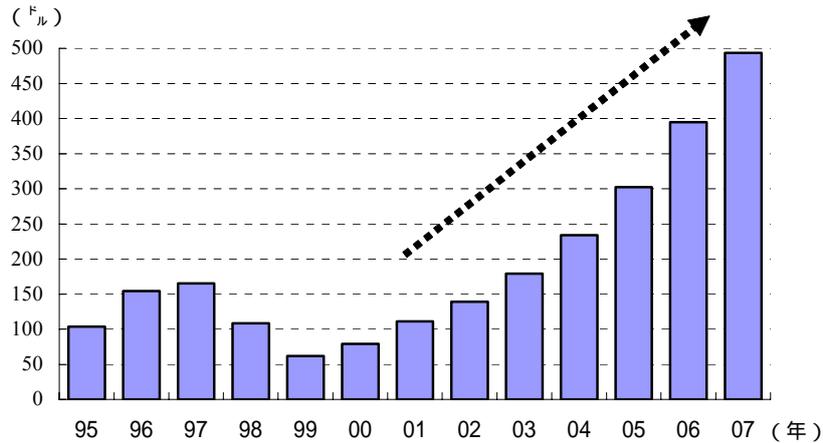


(出所) Federal State Statistics Service, RUSSIA 2007

また、実体経済がマクロ的に見てインフレギャップ(潜在GDPを実際のGDPが上回っている)状態にあるため、長期的に潜在成長率を高めるか経済成長率を抑制しないかぎり、物価上昇圧力を取り除くことはできない。こうしたことから、インフレ率を、短期間のうちに先進国並みの2~3%台に低下させ、しかもそれを持続させるというのは、至難のわざであるといわざるを得ない。

ロシア経済がインフレギャップ状態にあることは、労働需給が逼迫していることから推察できよう。既に述べたように、失業率は、1999年以降、継続的に低下しており、また、ドル換算ベースの平均賃金を見ると1999年から2007年までの8年間で、7倍に増えている。

図表10．ロシアの平均賃金（ドル換算）の推移



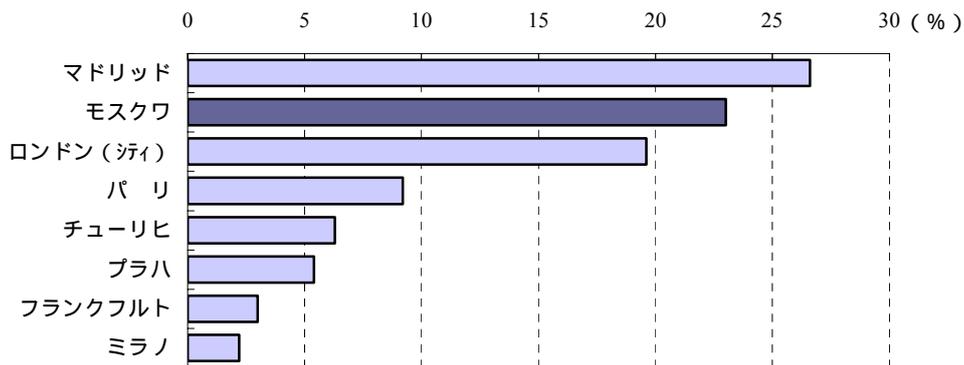
(出所) ロシア連邦統計局、IFS

ロシア経済がインフレギャップ状態にあることを示す別の指標として、地価の上昇があげられよう。例えば、大都市でのオフィス不足が深刻であり、需要の拡大に対して供給が全く追いつかず、モスクワやサンクトペテルブルグのオフィス賃賃料は急速に上昇している。

欧州主要都市のプライムロケーションのオフィス賃賃料を比較すると、モスクワは、すでに、ロンドン（シティ地区）とパリに次ぐ高水準となっている。

また、欧州主要都市のプライムロケーションのオフィス賃賃料の年間上昇率を見ると、2006 年の上昇率は、好景気で不動産ブームに沸くマドリッドに続いて、モスクワが年間23%と高い伸びになり、ロンドン（シティ地区）を上回るほどであった。

図表11．欧州主要都市のプライムロケーションオフィス賃賃料年間上昇率



(出所) CB Richard Ellis, *Market View EMEA Offices (4th. Quarter 2006)*

2. 拡大するロシアの個人消費市場

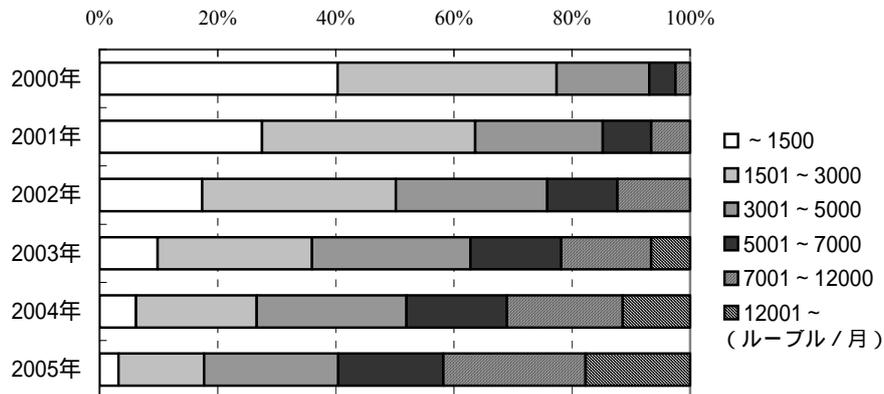
(1) 外国製乗用車の販売シェア急増

ロシアで個人消費が急拡大している背景に雇用所得環境の好転があることは既に述べたとおりである。

ロシア人の所得分布についてロシア連邦統計局のデータをもとに調べてみると、2005年時点で月収7,000ルーブル(ドル換算年収3300ドル)以上が4割にも達しており、そのうち約半数は月収12,000ルーブル(同5800ドル)以上である。2000年には、月収7,000ルーブル(当時のドル換算年収3000ドル)以上が2.5%にすぎなかったことを考えれば、高所得層が短期間でいかに急拡大したかがわかる。

実際、ロシアでは、高額・高機能消費財の販売が好調であり、高所得層の拡大がこうした消費市場動向にも反映されていることがうかがえる。

図表12. ロシア人の平均現金所得の分布



(注) 2002年以前の「7001～12000」ルーブルには「12001ルーブル以上」も含まれる
(出所) ロシア統計年鑑

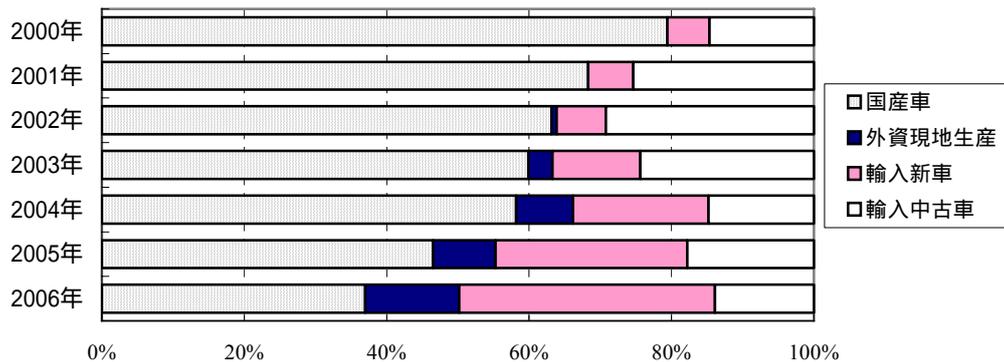
ロシアの個人消費拡大を象徴するのが外国ブランド乗用車の販売急増である。ロシアの乗用車市場では外国車のシェアが急拡大しており、2006年には、輸入車・現地生産車を合わせた外国ブランド車のシェアが半分を占めるまでになった。新車の平均価格は、外国車が国産車の3倍程度と高価なのにもかかわらず、ロシアでは外国車への人気が高い。

ロシアでは、旧ソ連時代から乗用車を生産していた国有企業が、民営化された今でも生産を続けている。しかし、こうした国産車は、償却済みの古い設備で生産していること等により価格こそ安いものの、走行性能、燃費、静粛性、乗り心地など多くの面で外国車に太刀打ちできないのが実態である。

安い国産車よりも高い外国車の方が選好されているのは、ロシアの乗用車ユーザーが、価格が高くて、品質が良く信頼性の高い製品を望んでいるからである。

外国乗用車のシェア急拡大は、消費財の「質」の高さを求めているという、ロシアの個人消費市場のひとつの特徴を象徴的に示すものといえよう。

図表13. ロシア乗用車市場のシェア（国産車、外国車）



（出所）Ernst & Young, *The Russian Automobile Market* 各年版

ロシアにおける個人消費拡大は、新興企業家や資源エネルギー関連企業の従業員など一部の富裕層がリードしているものと見られがちである。たしかに、ロシアでは、他の新興市場国に比べて富裕層向けの高額消費財の販売が非常に好調であったため、富裕層の消費動向にばかり焦点が当てられる傾向があったといえる。しかし、最近の消費市場の動きを見ると、購買層の裾野が広がっており、所得が相対的に低い層でも消費を本格化させる兆しを感じ取ることができる。

例えば、2006年のロシアの乗用車市場における外国新車モデル別販売台数を見ると、低価格中型車の販売台数が前年よりも大きく増加しているのが注目される。特に、ロシアで生産されたルノーの低価格戦略車「Logan」、ウクライナで生産されたシボレーの「Lanos」は、前年比で、それぞれ7倍、16倍に売上げを伸ばした。

図表14. ロシアの外国新車販売台数ランキング（2006年と2005年）

	ブランド	モデル	生産地	価格帯（ドル）	排気量(cc)	2006年（台）	2005年（台）	04-05年増減率
1	フォード	Focus	RUS	12,900～17,400	1600	73,468	39,774	85%
2	ルノー	Logan	RUS	9,700～13,000	1600	49,323	7,057	599%
3	三菱	Lancer	IMP	16,000～19,200	1500	46,969	39,195	20%
4	大宇	Nexia	UZB	9,800～12,600	1500	43,415	35,175	23%
5	シボレー	Niva	RUS	13,000	1700	41,155	44,059	-7%
6	現代	Accent	RUS	13,800～16,100	1600	38,808	32,741	19%
7	シボレー	Lanos	UKR	9,200～10,400	1500	37,215	2,325	1501%
8	日産	Almera	IMP	15,700～16,500	1600	32,241	21,822	48%
9	トヨタ	Corolla	IMP	19,000～25,100	1600	31,222	22,442	39%
10	起亜	Spectra	RUS	13,000～13,700	1600	25,139	1,534	1539%
11	大宇	Matiz	UZB	7,600～13,300	800	23,302	13,448	73%
12	トヨタ	Camry	IMP	33,100～46,100	2400	18,099	12,860	41%
13	マツダ	Mazda3	IMP	17,900～21,300	1600	18,078	11,487	57%
14	フォード	Fusion	RUS	14,400～16,800	1400	16,532	6,815	143%
15	シボレー	Lacetti	RUS	15,700～19,500	1600	16,191	6,975	132%

（注1）生産地表示は、RUS＝ロシア国内、UKR＝ウクライナ、UZB＝ウズベキスタン、IM＝その他地域からの輸入

（注2）排気量・価格帯は各モデルで最も販売台数が多いとみられるタイプを表示

（出所）<http://rating.rbc.ru>およびロシア国内主要ディーラーのウェブサイト

従来、ロシアでは、外国車購買層の中心は高所得層とされ、排気量の大きな価格の高い車種が人気の中心であった。しかし、上記のように価格が1万ドルを切る低価格車の販売

台数が急速に伸びて上位ランク入りしているのは、比較的所得の低い層でも外国車を購入できるようになったことを示唆するものといえる。これには、ロシア地場自動車メーカーが近年の生産コスト上昇によって値上げを余儀なくされ、かつてのような外国車との価格差が解消しつつあるという背景もある。前述の「Logan」や「Lanos」のような低価格モデルは、同排気量のロシア国産車との価格差を縮めて、ロシア車購買層を取り込むために、戦略的に投入されたといえそうである。

今後、ロシア国内で乗用車の販売台数を伸ばすには、高額モデルだけでなく、より多くの購買層が見込める低価格モデルの開発・投入を拡大する必要があるだろう。

現在、ロシアの外国車市場は、モスクワ、サンクトペテルブルグなどの大都市に偏重しているが、今後の成長市場は、地方都市である。モスクワなどに比べて所得水準の低い地方都市では、オートローンなどの金融サービスの拡充が販売拡大の重要なカギを握っているといえそうだ。

外国からロシアへの直接投資は、従来、資源エネルギー部門が中心であった。しかし、ロシアの個人消費拡大は、消費財部門への外国からの直接投資流入を増加させている。その代表例は、外資企業による乗用車現地生産である。ロシア市場での外国製乗用車需要拡大を受けて、世界の大手乗用車メーカーによるロシアでの乗用車現地生産参入の動きが加速している。1990年代には、独、仏、韓国のメーカーがロシア企業への委託生産方式による現地生産を開始し、2002年には、米フォードが単独出資により現地生産法人を設立し自社工場での乗用車生産に乗り出した。一方、日本の自動車メーカーは、欧、米、韓国メーカーに比べてロシア現地生産進出に慎重であった。しかし、日本からロシアへの乗用車新車輸出台数が2002年（1.5万台）から2005年（13.2万台）にかけての3年間で9倍に増加するなど、ロシアでの日本車需要拡大が本格化したことを受け、日本の自動車メーカーは、2005年以降、相次いで、ロシアでの乗用車現地生産開始を表明した。

図表15．外資系乗用車メーカーのロシア現地生産への取組み状況

稼動年	メーカー名	摘 要
1997	起 亜 (韓国)	Avtotor社での委託生産開始 (SKD)
1998	大 宇 (韓国)	TagAZ社でのライセンス生産開始 (SKD)
1999	B M W (ドイツ)	Avtotor社での委託生産開始 (SKD)
1999	ルノー (フランス)	モスクワ市との合弁企業で生産開始
1999	シトロエン (フランス)	TagAZ社でのライセンス生産開始 (SKD)
2001	現 代 (韓国)	TagAZ社でのライセンス生産開始 (SKD)
2002	フォード (米 国)	サンクトペテルブルグに自社工場を建設し乗用車生産開始
2002	G M (米 国)	AvtoVAZ社との合弁によりSUV車生産開始
2007	トヨタ (日 本)	サンクトペテルブルグに自社工場を建設し乗用車生産開始予定
2008	V W (ドイツ)	カルーガ(モスクワ南西)に自社工場を建設し乗用車生産開始予定
2009	日産 (日 本)	サンクトペテルブルグに自社工場を建設し乗用車生産開始予定
時期不詳	G M (米 国)	サンクトペテルブルグに自社工場を建設し乗用車生産開始予定
2008	スズキ (日 本)	サンクトペテルブルグに自社工場を建設し乗用車生産開始予定

(出所) 各種資料より三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部作成

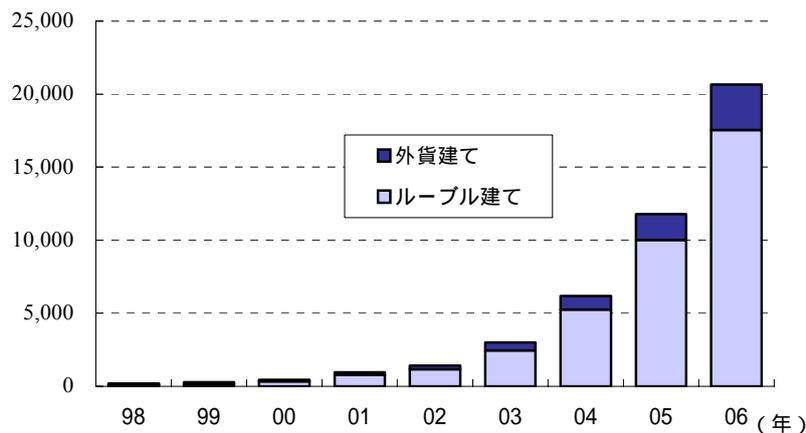
トヨタ、日産、スズキは、すべて進出先としてサンクトペテルブルグを選んだことが注

目される。これは、乗用車組立て用部品の大半を輸入するため、バルト海に面し海外からの物流に便利なサンクトペテルブルグへの立地を決めたものと見られる。サンクトペテルブルグには、既にフォードの工場が操業中であり、GMも工場建設を発表するなど、世界の大手自動車メーカーの進出が集中している。ロシアにまだ進出していない自動車メーカーのなかにも、今後、物流面の制約が厳しい内陸都市ではなく、サンクトペテルブルグへの進出を決めるケースが増えるとの見方が強い。そうなれば、サンクトペテルブルグは、外資企業の乗用車生産の一大拠点として「ロシアのデトロイト」になる可能性がある。

(2) 消費を後押しする金融

ロシアの好調な個人消費を支える大きな要因として、金融機能の急速な拡大があげられる。ロシアの銀行のリテール（個人顧客向け）融資は急速に拡大しており、2006年のリテール融資残高は前年比75%も増加した。ロシア通貨危機（1998年）前後の時期は、個人向け融資残高は非常に少なく、しかもその半分が外貨建てであった。しかし、最近数年間の個人向け融資は、ルーブル建て融資が急増している。

(億ルーブル) 図表16. ロシアの銀行の個人向け融資残高推移



(出所) The Central Bank of the Russian Federation, *Bulletin of Banking Statistics*

原油高による外貨準備増大で通貨ルーブルの為替相場が強含んでおり、政治情勢が安定していることもあって、通貨ルーブルに対する市場の信認が回復している。ルーブル建て融資の増加は、こうした通貨の安定を反映したものと見える。

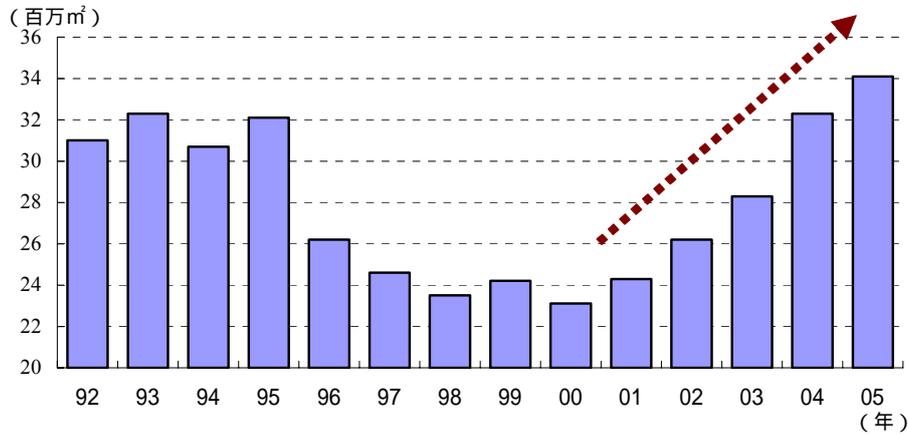
リテール融資市場で4割強のシェアを持つ最大手銀行のズベルバンクの場合、リテール融資の85%が消費財購入融資や、旅行、教育、医療等のための融資となっている。

リテール融資の今後の有望分野として住宅ローンもあげられよう。近年の景気拡大による雇用所得環境好転を背景に、住宅需要が高まっており、モスクワなどの大都市では大型高層マンション建設も目立つようになってきた。旧ソ連時代には、都市部の人口増加に対応するため狭小な集合住宅が多数建設され、そうした住宅に入居する市民にとって居住環境の悪さが大きな不満となっていた。最近の所得上昇を背景に、新しい住宅への需要が高

まり¹、住宅着工が増加しつつある。特に、都市とその近郊部では、2000年以降、住宅着工面積は増加を続け、2005年には新生ロシア発足後で最大となった。

こうした住宅需要の高まりを受けて、今後、住宅ローンが拡大し、ロシアのリテール金融ビジネスの大きな収益源になると期待されている。

図表17. 都市とその近郊における住宅着工面積



(出所) ロシア連邦統計局「数字におけるロシア」

リテール融資市場は、今、ロシアの銀行ビジネスのなかで最も収益性が高い分野のひとつとされている。しかし、ロシアの国情を踏まえれば、相応のリスクがあることも忘れてはならないだろう。例えば、ロシアのように、与信履歴の蓄積が乏しい国では、銀行にとって与信リスク管理が難しいといえる。また、市場経済への移行が完全には終わっていないロシアは、破産法などの基本的な法的枠組みが一応整ったとはいうものの、運用面では未だに不備が目立つことも事実である。したがって、ロシアでのリテール金融ビジネスは、銀行側にとって一定のリスクがあることに留意が必要である。

リテール融資が急拡大する中で、銀行部門は安定性を保てるのだろうか。ロシアは小規模な金融機関が多く、約1200の金融機関のうち8割が授權資本金15億円以下の零細規模である。このような資本力の弱い金融機関にとって、個人向け融資の急拡大は、不良債権増加を招くリスクがあるため、注意が必要である。しかし、基本的には、雇用所得環境が非常に良好な現状を踏まえれば、融資デフォルトが多発するリスクは小さいといえるであろう。

一方、銀行部門全体のリスクアセットの伸びに比べて自己資本の伸び率が低くなっているとの指摘がある。ロシア中銀によると、2006年1-11月の間に、銀行部門の資産残高は35.9%拡大したのに対し、銀行部門全体の自己資本比率は、2006年1月(16.0%)から2006年11月(14.5%)にかけて低下している。しかし、自己資本比率が極端に低いわけではないので、システミックリスクが高まっているような状況とはいえないであろう。

¹ ただし、近年の住宅購入のなかには、大都市以外の居住者による投機も目立ち始めていとされる。

ロシアのリテール金融市場の成長性に対する外銀の関心も高まっている。米国や西欧のリテール市場が飽和状態にある中、欧米の銀行にとって、中東欧のリテール市場は今後の成長が見込める有望市場である。なかでも、欧州最大の人口（1億4千万人）を有するロシアの個人向け金融市場は、ほとんど手付かずの魅力的な新興市場であり、外国金融機関の関心を集めている。

個人消費の本格的な拡大が続くロシアでは、オートローンや住宅ローンの利用が増加しており、こうしたリテール金融市場を狙った外銀のロシア進出が目立つようになっている。特に、イタリアのウニクレディット、オーストリアのライフアイゼン、仏ソシエテジェネラルなどの金融機関は、ロシアのリテール市場への進出に積極的である。これらの銀行は、地場銀行への資本参加を通じて、モスクワ、サンクトペテルブルグのほか、ニジニノブゴロドなど人口百万人規模の地方都市での事業展開も加速させている。また、米シティグループは地場銀行買収によらず自前の店舗展開による営業網構築を進めている。

図表18．2005-2006年の外銀によるロシアの金融機関に対する主なM&A

買収時期	被買収銀行	買収企業	買収額（百万ドル）	所有比率
2006.9	Rosbank	Societe Generale	634	20%
2006.6	IMB	Unicredit	395	23%
2006.2	Impexbank	Raiffeisen	550	100%
2005.8	Delta Credit	Societe Generale	100	100%
2005.4	Delta Bank	GE Consumer Finance	100	100%

（出所）Renaissance Capitalおよび各銀行HPをもとに作成

ロシアがWTOに加盟すれば、外国金融機関に対する規制は大きく緩和され、多くの外銀がロシアに進出し、ロシアのリテール市場での外銀の存在感が一層高まると予想される。

一方、高度な金融サービス・技術を有する外銀のロシア進出を受けて、ロシアの地場銀行も、営業基盤拡大とサービス向上に努めている。このように、外銀進出はロシアの金融市場発展への大きな刺激剤になっているといえる。

こうしたリテール金融市場の発展が今後も続いていけば、個人消費をさらに押し上げ、ロシア経済の成長持続にも寄与するものと期待される。

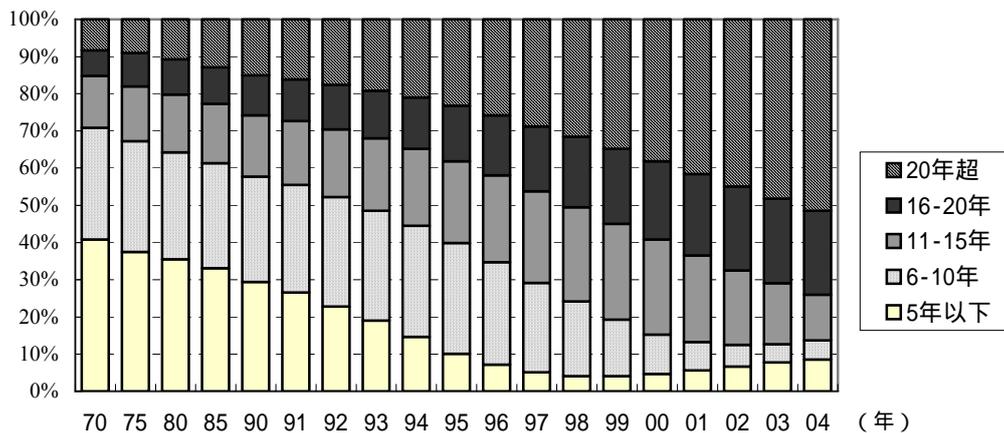
3. 投資拡大への動き

ロシア経済は、個人消費の急拡大に牽引されているが、他方で、投資率の低い点が問題視されてきた。ロシアの貯蓄率は30%と高いにもかかわらず、投資率は20%と低い。これは、過小投資状態であり、投資率を30%程度まで引上げられるはずだとして投資拡大策を求める声が根強い。

例えば、工業生産設備のビンテージを見ると、2004年時点で20年を超えるものが5割、16-20年が2割となっている。工業生産設備の企業会計上の耐用年数が一般的には長くても15年程度であることを考慮すれば、ロシアの工業生産設備の7割は耐用年数を超過し老朽化しているということになる。

このようにロシアの資本ストックが老朽化していることを考えれば、やはり、投資率を大幅に引上げるような投資拡大策が必要であろう。

図表19. 工業生産設備の設備年齢別構成比



(出所) ロシア統計年鑑

ただ、今まで不十分であった投資も、今後、拡大に転じる兆候はうかがえる。まず、今のロシアのように実質賃金が急速に上昇している場合には、一般的には生産要素の労働から資本への代替が起きると考えられる。したがって、ロシアで資本ストック増加（投資拡大）の動きが出てきておかしくはないはずである。

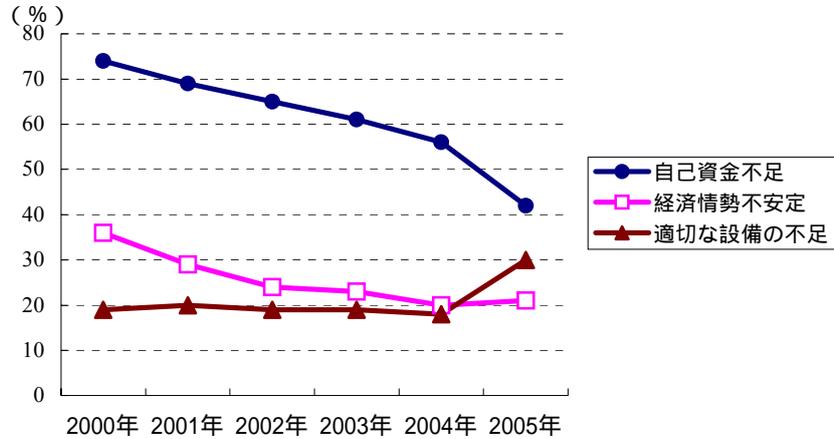
この他、設備投資拡大の兆候を示唆するデータとして、企業のキャッシュフロー改善と設備投資ニーズの高まりを挙げることができる。図表20を見ても明らかなように、「自己資金不足」を訴える企業の比率は、2000年から2005年にかけての5年間でおよそ半分に減っている。他方、「適切な設備の不足」を訴える企業の比率は、足元で増えている。

つまり、ロシアの企業は、資金ポジションが好転しているなかで、設備投資の必要性を感じ始めており、設備投資の機が熟してきたと見ることができよう。

また、「経済情勢不安定」という認識が減っていることから、事業環境に対する企業の

マインドは好転していることがうかがえる。こうした状況から、今後、ロシアで設備投資が盛り上がってくる可能性は十分にあると考えられる。

図表20．工業部門のビジネス活動を制約する要因

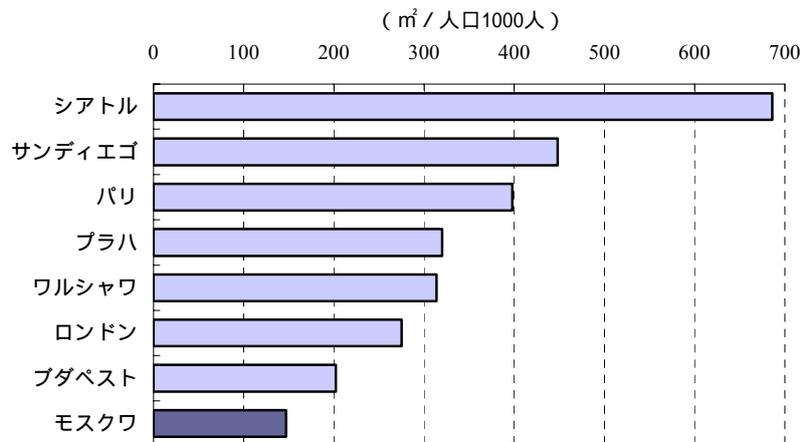


(出所) ロシア連邦統計局「数字におけるロシア2006」

投資が今後拡大する可能性を示唆する兆候が見られるのは、工業部門だけではない。例えば、消費関連部門についていえば、ロシアの個人消費は高い伸びを続けているが、成長率をさらに高めることが可能とする見方がある。その根拠となるのは、ショッピングセンターの面積が他の欧米諸国に比べて少ないため、商業施設を建設し売り場面積を増やせば消費はさらに増えるはずだという考え方である。

実際、ロシアでは、欧州系小売企業を中心に、主に大都市圏で大規模商業施設を建設する動きが続いている。また、商業施設だけでなく、オフィスや住宅の建設投資も、近年の需要急拡大を背景に今後増加が予想される。

図表21．欧米諸都市のショッピングセンター面積（人口1000人当り）

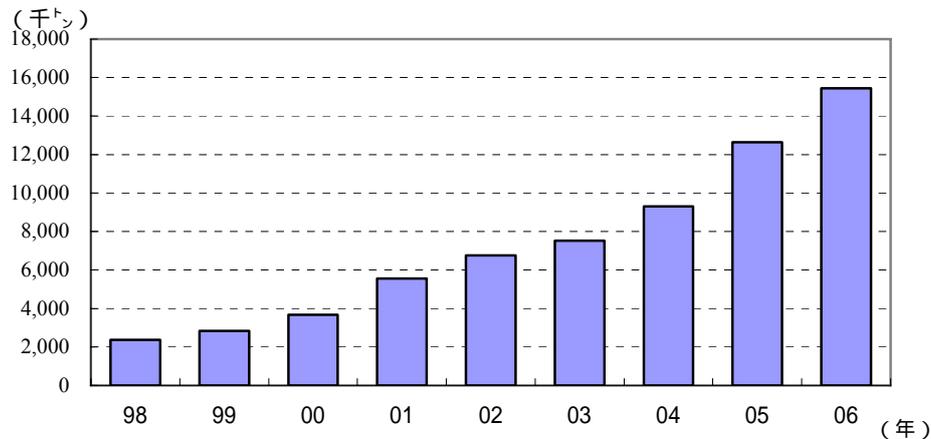


(出所) CB Richard Ellis, *The Russian Property Markets 2006*

民間部門の投資だけでなく、政府によるインフラ投資も今後増えてくることが予想され

る。例えば、日米の大手自動車メーカーが相次いで進出を決めたサンクトペテルブルグでは、物流インフラのボトルネックが顕在化している。サンクトペテルブルグ港のコンテナ取扱量は、1998年から2006年にかけて7倍に増加しているが、この間、港湾施設への投資は実施されなかったため、近年では滞貨が深刻化しつつある。また、港と市内を結ぶ道路のキャパシティーも小さいため、市内各所で渋滞が発生している。こうした事態を受けて、連邦政府は、サンクトペテルブルグの新港建設と環状道路建設に乗り出している。今後、外資系企業のロシア進出増加が見込まれるなかで、受け皿を整える意味でのインフラ投資は非常に重要である。

図表22. サンクトペテルブルグ港のコンテナ取扱量



(出所) サンクトペテルブルグ港湾局

民間部門の生産拡大に必要なインフラ投資は今後拡大する可能性があると思われる。その理由は、ロシアの財政収支が、原油高の追い風に恵まれ大幅な黒字となっていることである。今まで、財政黒字に目をつけたロシア国内のさまざまな勢力からの財政支出増加要求に対し、財政支出拡大によるインフレ圧力増大を危惧する財務省は、一貫してこれを拒絶し続けてきた。しかし、ロシア政府は、戦略的に重要な分野への投資は行ないたいとするスタンスを見せている。

民間設備投資と政府インフラ投資は、投資拡大のための「車の両輪」であり、両方がセットになって初めて効果を発揮するものといえる。そうした投資拡大を通じて、今後、ロシアの資本ストックのリノベーションと能力向上が実現すれば、潜在成長率が高まりインフレギャップも解消されることが期待できよう。

4. 今後の展望 ～ ポストプーチンのロシア経済

(1) 当面、拡大が続くロシア経済と個人消費

本稿前半で述べたように、原油国際価格が暴落しない限り、ロシア経済の拡大は続く可能性が高い。原油価格が例えば20ドル/バレル台まで急落すれば、原油輸出による巨額の貿易黒字を原動力とするロシア経済の高成長は持続できなくなるであろう。しかし、世界の原油需給状況から考えて、原油価格が急落する事態は当面考えにくく、ロシア経済は、原油高を背景とする高成長を今後も続ける公算が大きいといえる。良好な雇用所得環境と実質実効為替相場の増価に支えられた個人消費主導の景気拡大は2007年～2008年にかけても続くと思われてよいであろう。

また、直接投資をはじめとする海外からの資金流入も加速しており、国内企業の設備投資意欲も高まっていると見られることから、今後、投資（固定資本形成）の拡大に弾みがつき²、景気が上振れする可能性もあろう。

ロシア経済のダウンサイドリスクをひとつ挙げるとすれば、政治的要因が考えられる。すなわち、国民の高い支持を受けているプーチン大統領が憲法の規定（大統領三選を禁止）により次期大統領に立候補できないため、後任が誰になるか、そしてどのような政治経済運営をするのが、ロシア経済の先行きを考える上での不確定要因になっているといえよう。

(2) ポスト・プーチンのロシア経済 ～ 2008年3月の大統領選挙後の展望

今、ロシアの政治における最大の関心事は、2008年3月2日に実施予定の次期大統領選挙のゆくえである。これは、もちろん、ロシア経済の今後にも大きな影響を与える問題であるといえる。

プーチン大統領の有力な後継候補者と見られているのは、プーチン政権の2人の第一副首相、すなわち、セルゲイ・イワノフと、ドミトリー・メドヴェージェフである³。

図表23. 2008年3月のロシア次期大統領選挙で有力候補と見られる二人の第一副首相

氏名	生年	主要経験ポスト	背景	備考
セルゲイ・イワノフ	1953年	国防相	シロヴィキ	旧KGB出身、サンクトペテルブルグ出身、プーチン大統領と大学同期
ドミトリー・メドヴェージェフ	1965年	ガス協会会長	改革・実務派	法学博士候補、サンクトペテルブルグ出身、プーチン大統領の大学後輩

（出所）各種資料より三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部作成

現在のロシアの中央政界には、治安・武力機関出身者を中心とする「シロヴィキ」と、「改革・実務派」という二大勢力が存在する。イワノフは旧KGB出身のシロヴィキだが、

² ただし、ロシアは老朽化した大規模な資本ストックを抱えているため、これらの除却が集中的に実施された場合、ネット・ベースで見た固定資本形成の伸び率がそれほど高まらない可能性も考えられる。

³ 他の候補者としては、プーチン大統領がサンクトペテルブルグ市役所勤務時代に形成された人脈に連なるロシア鉄道のヤクーニン社長にも可能性があるとの見方がある。また、プーチン政権内部には、憲法を改正（大統領三選を可能にする）してでもプーチン続投（本人は否定）を望む声もあるとされる。

一方のメドヴェージェフは改革・実務派に属する。ただ、両者とも、プーチン大統領と同郷で大学も同窓であり、プーチン大統領との関係が非常に緊密である。しかも、プーチン政権のまさに中枢閣僚である。このため、どちらも、大統領に就任した場合に、プーチン政権時代の政治路線を否定するとは考えにくい。

一方、プーチン大統領の路線とは全く異質な政治路線を進む人物が次期大統領になる可能性は極めて低いと見られる。

その理由は、まず、ロシア下院議会で大統領支持勢力の「統一ロシア」が定数（450 議席）の3分の2を超える311議席を占めていることから明らかのように、プーチン路線を多くの国民が支持している。反プーチン勢力の共産党やリベラル政党は、2003年の下院選挙で大敗を喫しており、国民の支持を増やすことは当面難しいと見られている。

また、全国ネットのテレビ局はクレムリンの影響下にあり、プーチン政権によるマスメディア支配も進んでいるため、プーチン路線に対抗するようなキャンペーンは事実上抑え込まれている。さらに、新興財閥のリーダーについても、政治への意欲を見せていたホドルコフスキーは投獄され、ベレゾフスキーは英国へ追放された。今、ロシアに残っている新興財閥は親プーチンばかりである。

こうしたことから、「ポスト・プーチン」のロシア政治も、やはり基本的にはプーチン路線が維持されドラスティックな変化はないと見られる。ただ、ロシア進出を検討している外国企業の中には、ポスト・プーチンのロシア政治情勢に一抹の不安を持っており情勢を見極めようとのスタンスも見受けられる。

ポスト・プーチンのロシア政治情勢が現状とあまり変わらず安定的に推移することが確認されれば、外国企業のロシア進出が加速し、ロシア経済も堅調に拡大を続ける可能性が高いといえよう。

以 上

【参考文献】

在ロシア日本国大使館（2007）『ロシア概観』

ロシア NIS 貿易会（2007）, 『ロシアの銀行・金融部門の最新事情』

ロシア NIS 貿易会（2007）, 『ロシアのWTO加盟と機械産業動向』

Bank of Finland Institute of Economics in Transition(2007), *BOFIT Russia Review Yearbook 2006*

CB Richard Ellis (2006), *The Russian Property Markets 2006*

CB Richard Ellis (2007), *Market View EMEA Offices(4th. Quarter 2006)*

CITIGROUP IN RUSSIA (2006), *ANNUAL REPORT ZAO CITIBANK*

Ernst & Young, *The Russian Automotive Market Industry Overview (各年版)*

Federal State Statistics Service (2007), *RUSSIA 2007*

IMF (2006) *Russian Federation: 2006 Article IV Consultation - Staff Report; Staff Statement and Public Information Notice on the Executive Board Discussion(IMF Country Report No. 06/429)*

Renaissance Capital (2006), *Outlook 2007 Private sector perestroika*

Sberbank (2006), *Annual Report 2005*

SOCIETE GENERALE(2007), *2007 Registration Document*

The Central Bank of the Russian Federation, *Bulletin of Banking Statistics(各号)*

The Central Bank of the Russian Federation(2007), *Financial Stability Review Annual 2006*

РОССИЯ В ЦИФРАХ (数字におけるロシア), Федеральная служба государственной статистики
(ロシア連邦統計局)

РОССИЙСКИЙ СТАТИСТИЧЕСКИЙ ЕЖЕГОДНИК (ロシア統計年鑑), Федеральная служба
государственной статистики