

消費主導の高成長が加速するロシア経済

～ 新興経済大国としての存在感が高まるロシア ～

<要旨>

ロシア通貨危機発生（1998年8月）から10年を経たいま、ロシア経済は非常に好調に推移している。2007年の実質GDP成長率は8.1%という高い伸びとなり、2003年以降、5年連続で6%を上回る高成長率が続いている。景気拡大の牽引役は個人消費であり、実質個人消費は、2004年以降、4年連続で前年比10%を超える高い伸びを続けている。近年の原油高を背景とする経済高成長を受けて、新興経済大国としてのロシアへの国際的な注目度が高まっており、特に、国内消費市場の急拡大に対して外資企業は強い関心を持っている。日本企業の間でも、有望市場としてのロシアへの評価が高まりつつある。

ロシアの景気拡大の原動力は原油価格高騰による巨額の所得移転（貿易黒字）であり、これが内需拡大につながっている。また、原油高による外貨流入増大により2003年以降、ルーブル高が続いている。これも、ロシアの個人消費・輸入の拡大を後押ししている。サブプライムローンのロシア経済へのマイナス影響は顕在化していない。むしろ、サブプライムローン問題発生で投資資金が商品市場にシフトしたため原油高が加速し、それがますますロシア経済を押し上げる、という構図になっている。

世界の投資資金が原油取引市場に集まっていることに加え、新興国経済の高成長によるエネルギー消費急増で原油需要は押上げられ、他方、イラク復興遅れ等により原油供給能力には制約がある。こうした状況を考慮すれば、原油価格が暴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今後短期間で急減する可能性は低いといえる。したがって、ロシア経済の高成長が大きく腰折れするリスクも当面は低いと見た方がよいであろう。

今後のロシアにとって大きな課題は、中長期的な経済構造改革の推進である。つまり、中東欧諸国のように外資を積極的に導入し生産性を向上させる必要がある。そのためには投資環境整備が重要であり、その一環としてWTOへの早期加盟実現が望まれる。

プーチン前大統領に後継指名されたメドヴェージェフ新大統領はリベラル派であるが、対抗勢力であるシロビキ（強硬派）の影響力は衰えていない。シロビキはエネルギー部門への外資参入を制限するなど、強圧的な姿勢が目立つため、今後のロシア政府の外資に対する政策がどうなるのかについては一抹の不安も残る。



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 ～ 高まる日本企業のロシアへの関心

近年のロシア経済高成長を受けて、新興経済大国としてのロシアに対する国際的な注目度が高まっている。日本企業の間にも、ロシアが中長期的に見て有望市場であるとの評価が高まりつつある。例えば、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、「長期的に有望な国・地域」としてのロシアの順位は、2006年、2007年と2年連続で、人口超大国である中国・インドに続く第3位となり、高い評価を受けていることが示されている。ロシアが注目される最大の理由は、原油高を背景とする国内消費急拡大にある。

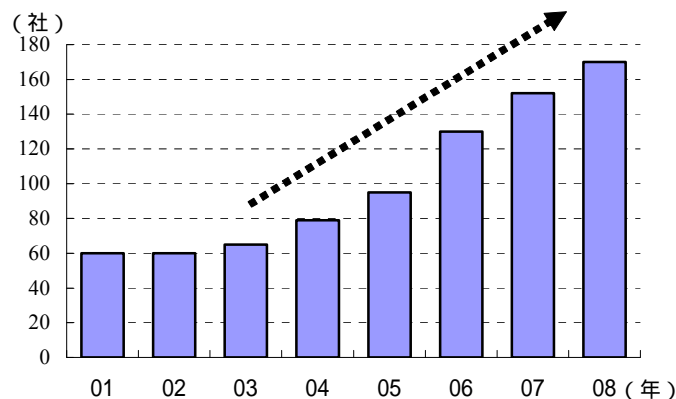
図表1. 日本の製造業が今後の事業展開先として有望と考える国々

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	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	順位	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	07年度
1位	中国	中国	中国	中国	中国	1位	中国	中国	中国	中国	インド
2位	タイ	タイ	インド	インド	インド	2位	インド	インド	インド	インド	中国
3位	米国	インド	タイ	ベトナム	ベトナム	3位	米国	タイ	ベトナム	ロシア	ロシア
4位	ベトナム	ベトナム	ベトナム	タイ	タイ	4位	タイ	ベトナム	ロシア	ベトナム	ベトナム
5位	インド	米国	米国	米国	ロシア	5位	ベトナム	米国	タイ	米国	ブラジル
6位	インドネシア	ロシア	ロシア	ロシア	米国	6位	ロシア	ロシア	米国	タイ	タイ
7位	韓国	インドネシア	韓国	ブラジル	ブラジル	7位	インドネシア	インドネシア	ブラジル	ブラジル	米国
8位	台湾	韓国	インドネシア	韓国	インドネシア	8位	韓国	ブラジル	インドネシア	インドネシア	インドネシア
9位	マレーシア	台湾	ブラジル	インドネシア	韓国	9位	ブラジル	韓国	韓国	韓国	メキシコ
10位	ロシア	マレーシア	台湾	台湾	台湾	10位	マレーシア	台湾	マレーシア	マレーシア	トルコ

(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)

日本企業のロシア進出も増加している。モスクワ・ジャパクラブの会員企業数を見ると、2003年から2008年にかけての5年間で3倍に増えている。進出形態として最近多いのは、国内市場を狙った販売会社の設立である。

図表2. モスクワのジャパクラブ(旧日本商工会)会員企業数



(出所) ロシアNIS貿易会モスクワ事務所

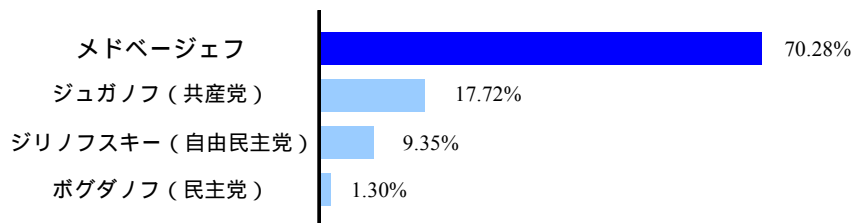
このように日本企業のロシア市場への関心が高まっていることを受け、本稿では、最近のロシア経済のファンダメンタルズについて個人消費関係を中心に分析し、また、メドベージェフ新大統領のもとでのロシア経済の今後を展望する。

1. 新大統領と今後の政治運営 ~ ポスト・プーチンもやはりプーチン路線

2008年3月に実施された大統領選挙で、プーチン前大統領によって後継指名されたメドベージェフ前第一副首相が、圧倒的に高い支持率（70.28%）で当選した。

メドベージェフ新大統領は、基本的にプーチン路線を継承すると見られ、また、プーチン前大統領自身も新政権下で首相に就任し、首相府の陣容を拡充して強い政治的影響力を発揮すると予想されている。このため、ポスト・プーチンのロシアでも、基本的には「強いロシア」「豊かなロシア」を指向するプーチン路線が踏襲されるとの見方が強い。

図表3. 2008年3月のロシア大統領選挙結果（数字は得票率）

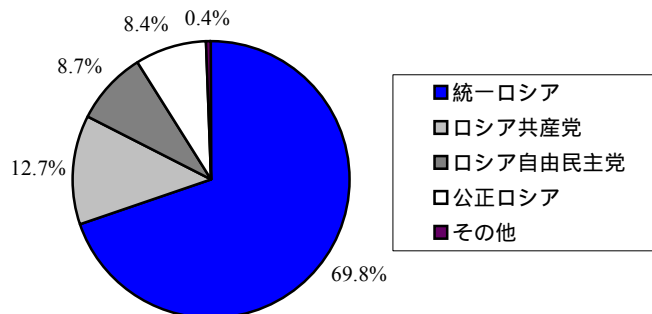


（出所）ЦЕНТРАЛЬНАЯ ИЗБИРАТЕЛЬНАЯ КОМИССИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

プーチン大統領時代には、政権内部でリベラル派とシロビキ（強硬派）という二大勢力のせめぎ合いがあった。メドベージェフ大統領自身はリベラル派であるが、シロビキの有力政治家も副首相に就任するなどして政府内部にその影響力は残っており、両派のパワーバランスは基本的には崩れていないと見られている。この点でも、プーチン時代をそのままひきずる形になったといえる。

他方、ロシア議会（下院）では、大統領の与党「統一ロシア」が議席の3分の2以上を占めており¹、メドベージェフ政権の権力基盤は非常に強固である。

図表4. 2007年12月ロシア下院議会選挙結果（各党の獲得議席比率）



（出所）在ロシア日本大使館

¹ ロシア下院は、3分の2以上の議員が賛同すれば大統領を弾劾することができる。プーチン首相は、統一ロシアの党首を兼ねており、法律上は、大統領を弾劾することが可能である。つまり、プーチン首相は、大統領を牽制できるほど強大な力を持っていると見なすことができる。

2. ロシア経済の現状

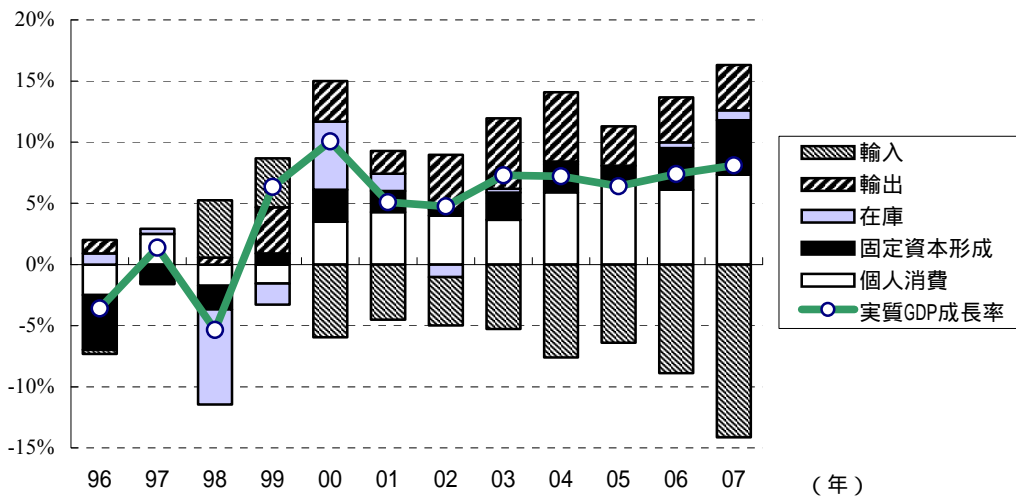
(1) 通貨危機から10年後のロシア経済 ~ 混乱から繁栄へ様変わりしたロシア経済
 1998年8月のロシア通貨危機発生から10年を経たいま、ロシア経済は非常に好調に推移している。2007年の実質GDP成長率は8.1%という高い伸び率を記録し、2003年以降、5年連続で6%を上回る高成長となった。

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。GDPの実質個人消費は、2004年以降、4年連続で前年比10%を超える高い伸びを続けており、世界の主要国の中でも類を見ないほど個人消費が急成長している。また、2007年には、固定資本形成（投資）の伸びも加速しており、内需（消費+投資）の成長率寄与度だけで10%を超えていることがわかる。

今からわずか10年前に発生したロシア通貨危機では、ロシア経済が大幅な景気後退に陥っただけでなく、ロシア国債の価格暴落が大手ヘッジファンド破綻に繋がるなどして国際金融市場を大きな混乱に陥れ、世界のなかで、ロシア経済に対する非常にネガティブな見方が広まったことは記憶に新しい。

しかし、現在のロシア経済は、強固で成長力に富んだ経済へと様変わりしており、世界中から人とカネがロシアに集まるという状況になっている。

図表5. ロシアの実質GDP成長率と需要項目別寄与度



(出所) Федеральная служба государственной статистики

(2) 好調な個人消費

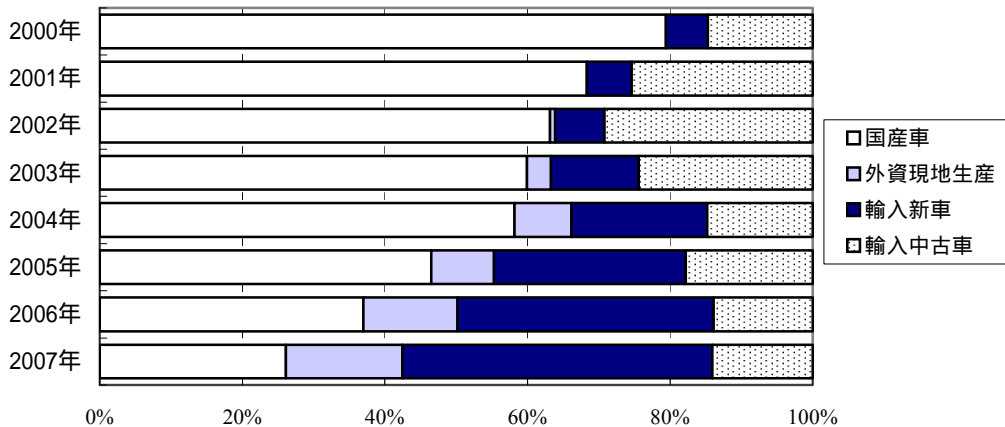
急拡大する外国ブランド乗用車のシェア

ロシアの好調な個人消費を象徴するのが、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、2007年には、輸入車・現地生産車を合わせた外国ブランドの新車のシェアが6割を占めるまでになった。

ロシア地場企業が製造する国産車は、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大きく劣るのが実態である。このため、ロシアでは、価格が高価なものにもかかわらず、外国車への人気が非常に高い。これは、ロシアの乗用車ユーザーが、価格が高くても、品質が良く信頼性の高い製品を望んでいることを示すものといえる。

こうした外国乗用車のシェア急拡大に象徴されるように、ロシアの消費市場におけるひとつの大きな特徴として「高品質・高価格指向の強さ」をあげることができよう。

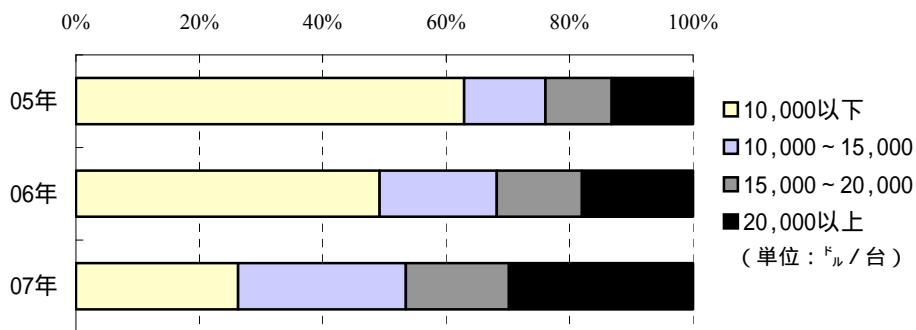
図表6 . ロシアの乗用車市場における国産車・外国車のシェア



(出所) Ernst & Young, *The Russian Automobile Market* 各年版、*Adam Smith Conferences* 資料

乗用車の価格帯別販売額を見ても、最近、高価格車の販売が伸びていることがわかる。特に、モスクワでは、高額車を現金で購入するユーザーが多いことが注目されている。

図表7 . 乗用車販売額における価格帯別シェア



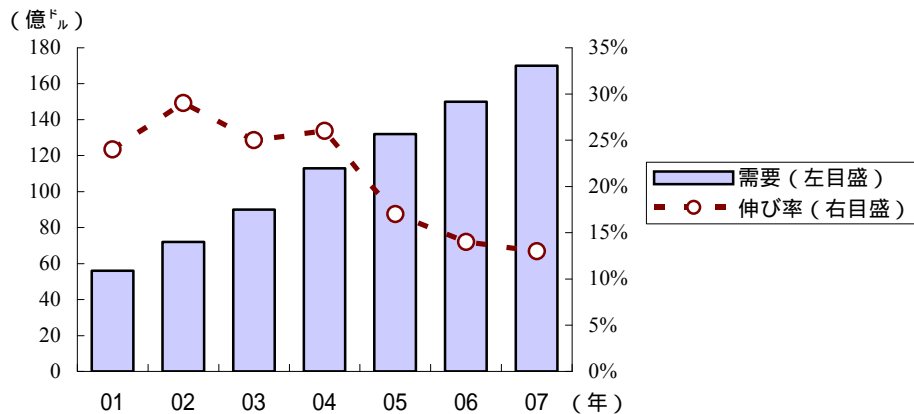
(出所) Ernst & Young (2008) *Automotive Market in Russia & CIS*

高額商品を中心に今後も安定成長が見込まれるロシア家電市場

「高品質・高価格指向」というロシア消費市場の特徴は、乗用車市場だけでなく、家電製品市場でも観察されている。

ロシアの家電製品市場は、2000年から2005年前半までは、どんな商品でもよく売れた一種のバブル期であり、市場規模は前年比20%台という高い伸び率で推移してきた。2005年後半以降は、家電製品市場全体の伸び率は10%台とやや落ち着いており、また、製品によって売れ行きに濃淡がはじまっている。ラジカセやブラウン管式テレビなどの旧型・低付加価値製品のなかには販売台数が前年割れとなっているケースが見られる。しかし、薄型テレビ、ハイファイ、ホームシアターなどの最新型・高付加価値型の商品については売り上げは伸びている。

図表8．ロシアの家電製品需要の推移（市場規模と前年比伸び率）



(出所) Panasonic CIS提供資料による

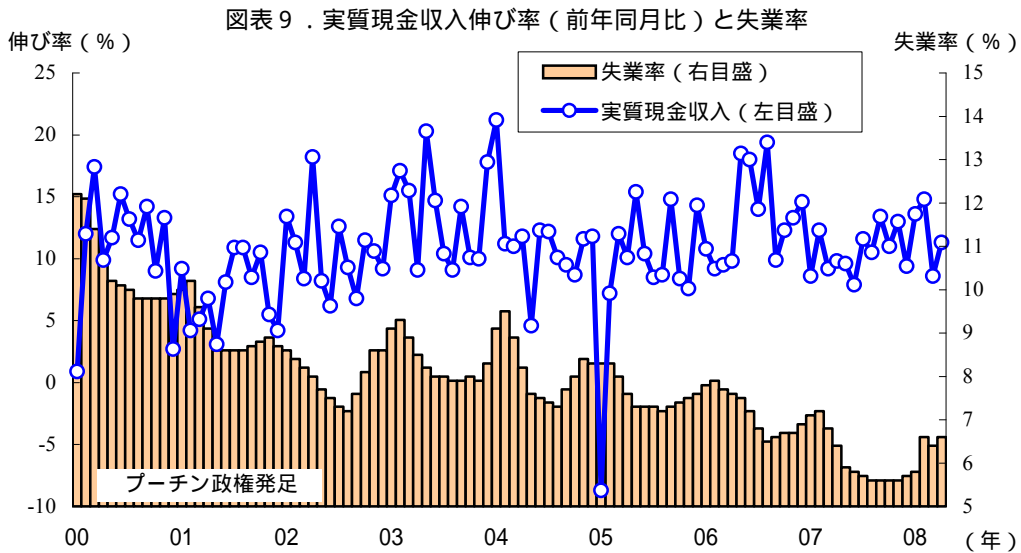
また、全国規模の家電量販店²が台頭してきており、今後は、そうした販売チャネルの整備を背景に販売がさらに拡大すると期待されている。

家電市場全体としては、著しいバブル状態が終わって成長率が多少落ち着いているように見える。しかし、高額商品を中心にロシアの家電製品市場の右肩上がりの拡大はまだ続いており、今後も持続的に成長するものと見込まれている。

² ロシアにおける家電製品販売は、以前は、青空市場的な形態もかなり見られ、販売チャネルの整備が遅れていた。しかし、最近は大規模量販店の台頭が顕著である。全国展開する量販店の販売額が売上全体に占める比率は、2000年には17%にすぎなかったが、2007年には57%に上昇している。量販店最大手のエルドラドは、2007年時点で、年商52億ドル、店舗数1,000店と見られている。

(3) 個人消費好調の背景 ~ 雇用・所得環境の改善が続くロシア

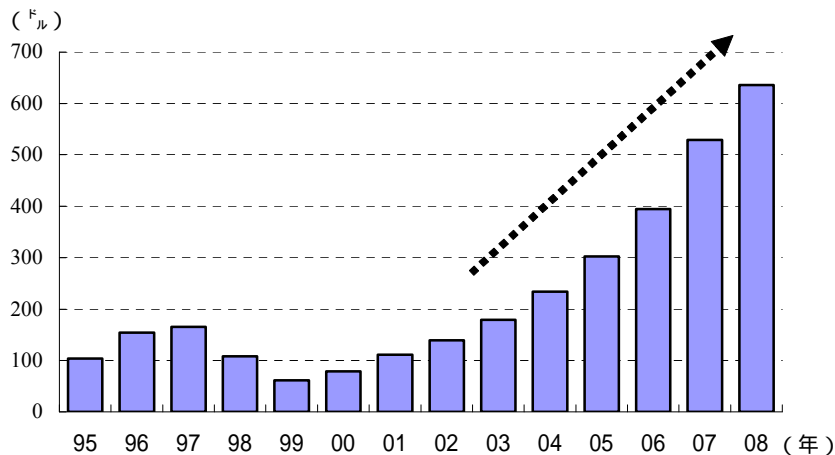
ロシアの個人消費拡大の背景として、まず、雇用・所得環境が非常に良好であることが指摘されている。実質現金収入は、プーチン政権が発足した2000年以降ずっと、前年比10%前後の高い伸び率を維持している。また、失業率も、最近8年間、低下を続けている。失業率は、プーチン政権発足前の1999年末には12%に達していたが、足元で6%台と半分に低下している。これは、事実上の完全雇用に近い状態と見られている。



(出所) Центральный банк Российской Федерации, Основные экономические показатели

上述のように、ロシアでは、労働需給が逼迫しているため、2003年頃から賃金が急上昇している。ドル換算ベースの平均賃金を見ると1999年から2008年までの9年間で10倍に増えていることがわかる。

図表10. ロシアの平均賃金（米ドル換算）の推移



(注) 2008年については、1-3月平均データを暫定値として表示。

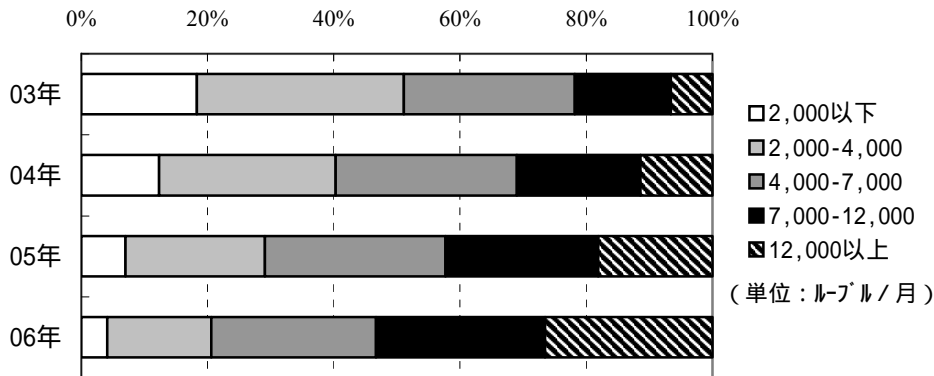
(出所) Федеральная служба государственной статистики、IMF

前述のような雇用所得環境好転を受けて、ロシア人の収入レベルも全般的に上昇している。例えば、平均貨幣収入の階層別分布を見ると、低所得層の比率が減少し、高所得層の比率が増加していることがわかる。

下図のように、最低生活費（2006年時点で月間2,400ルーブル；およそ1万円）に満たない収入2,000ルーブル以下の層は、2003年には全体の18%に達していたが、2006年には4%にまで比率が減少している。他方、月収7,000ルーブル以上の階層の比率は、2003年には全体の2割にすぎなかったが、2006年には全体の5割を超えている。

このように所得水準が全般的に上昇し高所得層が増えつつあることを背景に、ロシア人の家計に、生活必需品以外の財やサービスを購入する余裕が生まれている。こうした状況が、個人消費を押し上げる要因になっていると推察される。

図表 1 1 . 一人当たり平均貨幣収入の階層別比率の推移（2003年～2006年）



(出所) Российский статистический ежегодник

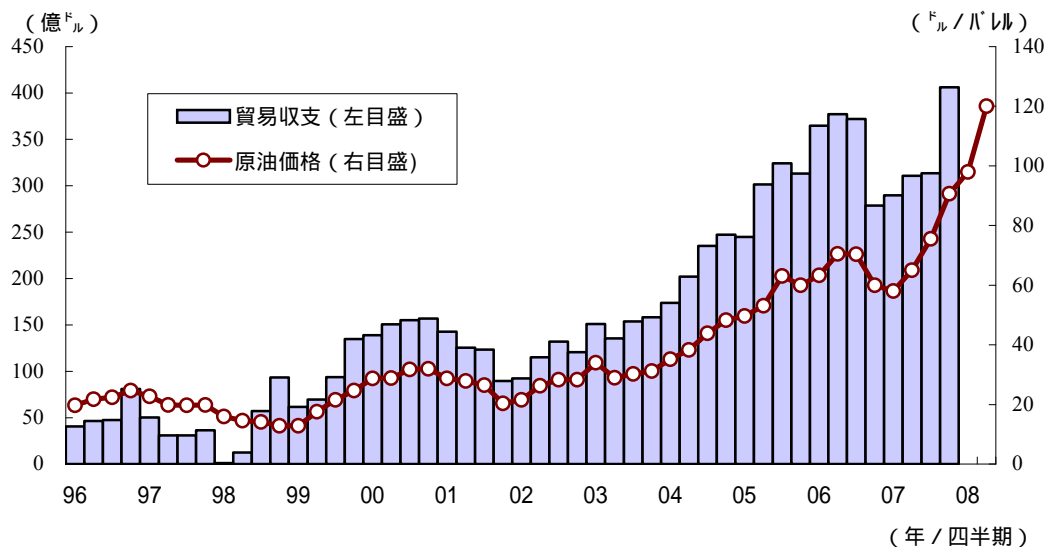
3. 原油高が押し上げるロシア経済

(1) 原油価格高騰とロシア

ロシアの景気拡大を支えている最大の要因は、原油価格高騰である。輸出の6割をエネルギー資源が占めるロシアは、原油価格高騰に伴い貿易黒字が急拡大しており、この「巨額の所得移転」が内需拡大をもたらす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年後半に一旦下落したが、2007年春以降は再び騰勢に転じ、2008年に入ると、ついに100ドル/バレルの台を越えている。

図表12. 原油価格とロシアの貿易収支



(出所) IMF, *International Financial Statistics*

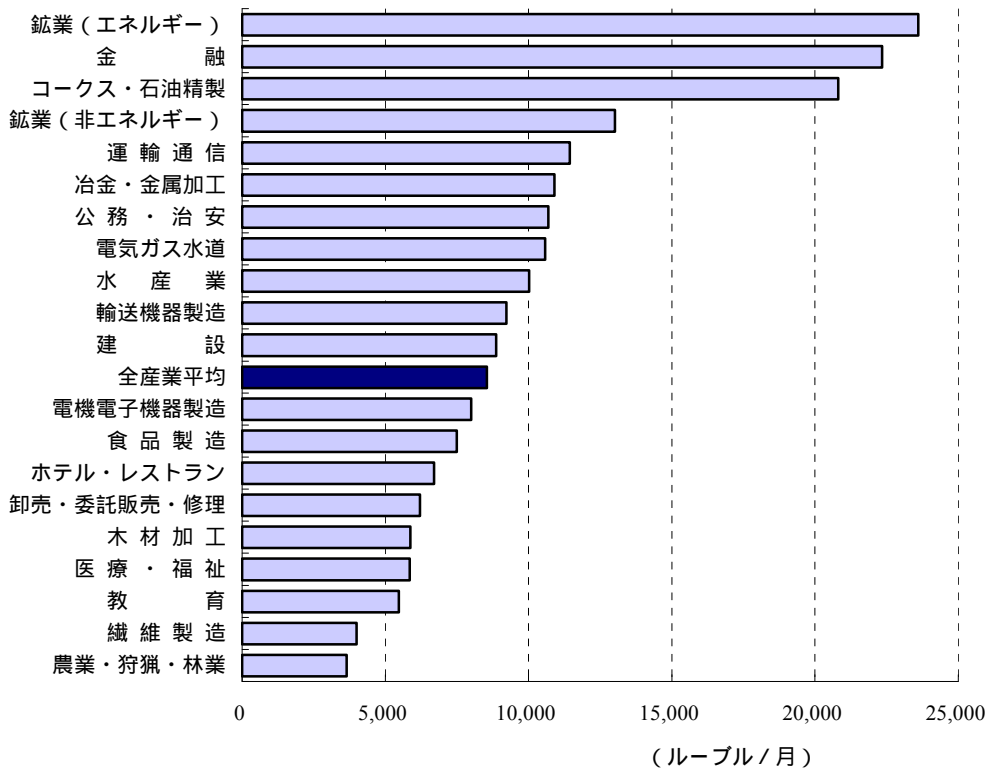
世界の投資資金が原油取引市場に集まっていることに加え、中国やインド等の新興国経済の高成長によるエネルギー消費急増という需要押し上げ要因と、イラク復興の遅れ等による原油供給能力面の制約などを考慮すれば、原油価格が急落するような事態は当面考えにくい。このため、ロシア経済好調の原動力である巨額の貿易黒字が今後短期間で急減する可能性は低く、したがってロシア経済の高成長が大きく腰折れするリスクも当面は低いと見た方がよいであろう。

(2) 資源エネルギー産業の高収益が押し上げる個人消費

上述のように、原油高によって、原油輸入国からロシアへ巨額の所得移転が発生しており、特に、資源エネルギー部門は、その恩恵を最も受けている。資源エネルギー価格の高騰が雇用者所得の増加を通じて消費押し上げに大きな影響を与えている状況について、ここで考察してみよう。

ロシアにおける業種別賃金を見ると、高収益を上げているエネルギー採掘関連業種において非常に高くなっており、金融業をも上回って、産業別で最も高いことが注目される。

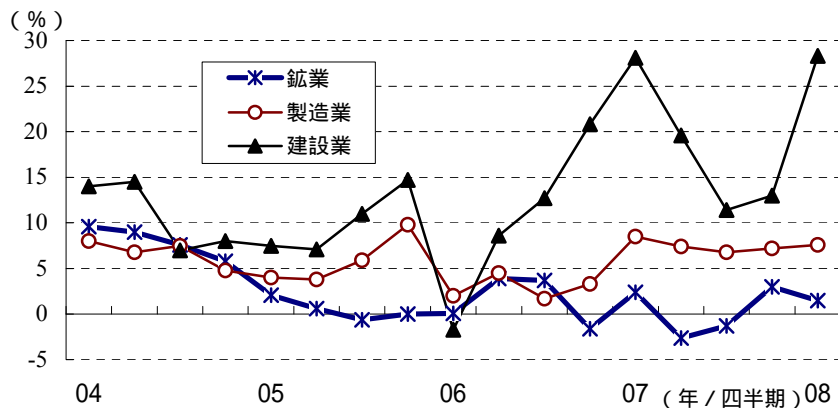
図表 1 3 . 産業別月間平均賃金 (2005年)



(出所) Федеральная служба государственной статистики

他方、ロシアの GDP における鉱業部門の成長率を見ると、ここ数年は伸びが低迷している状況が見て取れる。これは、資源エネルギー産業の高収益は、生産拡大によるものではなく、専ら価格上昇によるものであることを示唆するものである。つまり、ロシアの資源エネルギー産業の高収益は、ロシア自身の生産性向上など自助努力によるものではなく、あくまでも国際市場での資源価格高騰という外生的な要因によってもたらされたものといえる。

図表 1 4 . 実質 GDP の産業別伸び率 (前年同期比)



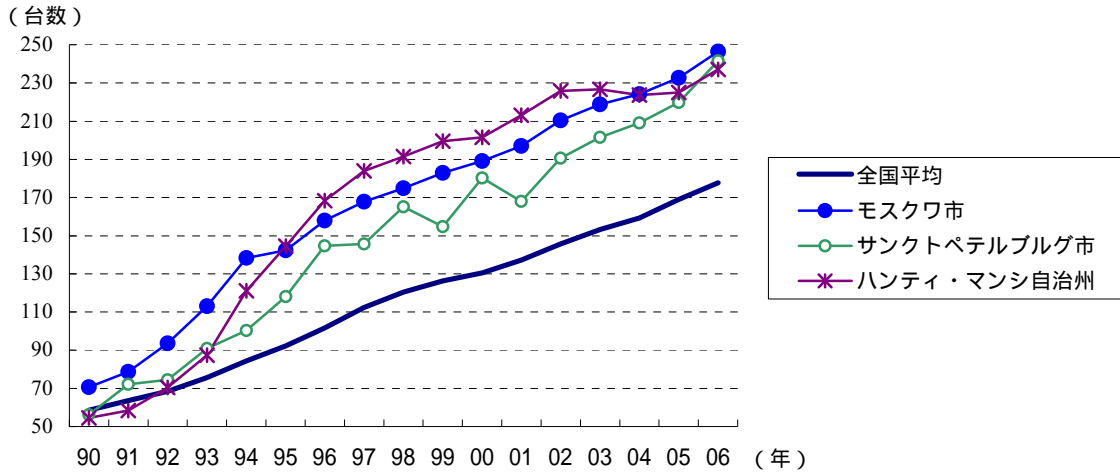
(出所) Федеральная служба государственной статистики

資源エネルギー関連業種の高収益が国内消費押し上げにつながっている具体例を見てみよう。ロシア国内の地域別乗用車保有台数を見ると、モスクワ、サンクトペテルブルグの二大都市と並んで、西シベリアにある少数民族自治州（ハンティ・マンシ自治州）での保有率が非常に高くなっていることが注目される。

西シベリアの辺地でなぜこれほど乗用車普及率が高いのか？それは、同自治州が原油と天然ガスの一大生産地であることから、所得水準の高いエネルギー採掘企業従業員が多く、そうした人々が乗用車を購入しているためと見られている。

こうした事例からわかるように、資源エネルギー関連業種が多く集積している地域では、全般的に消費が好調である。また、モスクワで消費が急拡大している背景についても、資源エネルギー企業の本社がモスクワにあり、その経営者や従業員が高所得を得て消費を拡大させているためだとの見方が有力である。

図表15．住民1000人当り乗用車保有台数の地域別推移



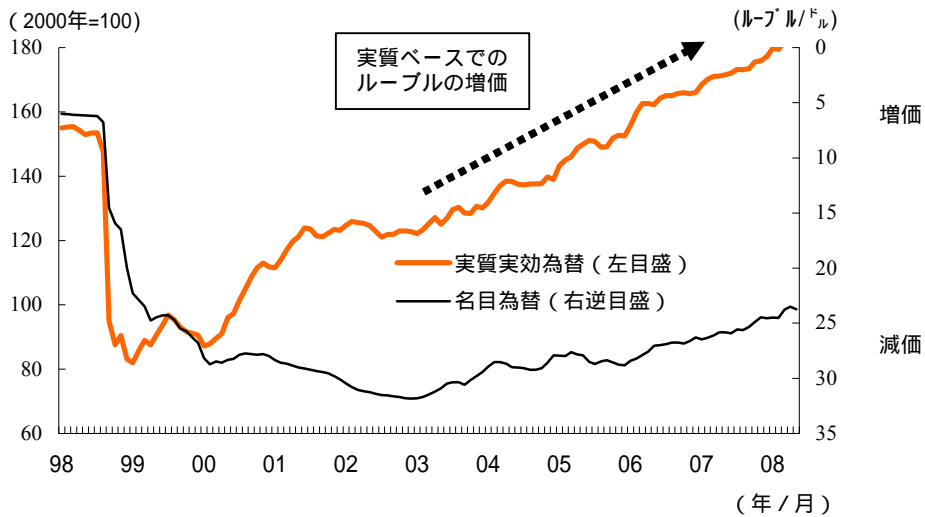
(出所) Российский статистический ежегодник

(3) 原油高によるルーブル高も消費・輸入拡大に寄与

ロシアの個人消費・輸入が拡大している背景として、雇用・所得環境の改善とともに、ルーブル高にも注目する必要がある。

ルーブル高の主因は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)を見ると、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%以上増価している。このルーブル増価が、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しているのである。

図表16. ルーブルの名目為替レートと実質実効為替レート



(出所) IMF, *International Financial Statistics*

しかし、他方で、ルーブルの増価が輸入品の価格競争力を高め国内産業の生産増加を妨げている側面もある。ルーブルの増価は、ロシアの国際競争力を低下させ、(資源エネルギー以外の)輸出産業の発展を阻害することには注意が必要である。将来、仮に、ロシアの資源エネルギー生産・輸出に何らかの支障が発生した場合、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。

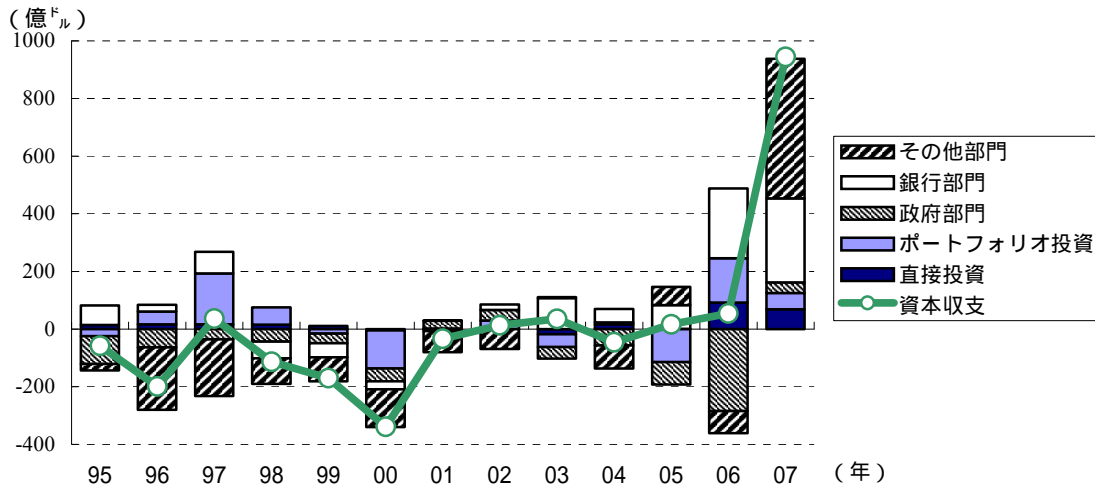
(4) 原油高を背景に国際金融市場から巨額の資金調達

今のロシアの景気拡大を後押ししているのは、世界中からロシアに流入するカネである。ロシアは、原油高による輸出増で巨額の所得(貿易黒字)を稼いでいるが、それに加えて、近年、ロシアへの資本流入も急激に拡大している。

2007年の資本収支は、1992年にロシアが市場経済へ移行開始して以来最大という記録的な黒字であった。資本収支が大幅黒字となった要因は、銀行部門および銀行以外の民間

企業による海外からの資金調達が増大したためであり、特に、銀行以外の民間企業（下図の「その他部門」）における資本収支黒字が非常に大きくなっている。これは、多額の追徴課税により2003年に破綻した大手石油会社ユーコス（Yuko）の資産競売が2007年に実施され、これを買収するためにロシアの大手エネルギー企業が海外市場からシンジケートローンによる巨額の資金調達を行った影響と見られる。

図表17. 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

2007年は、いわゆるサブプライムショックによって、世界的な信用収縮の危惧がひろまり、一部の新興経済国は、その影響で資金調達が難しくなり景気が減速するなどの影響を受けた。しかし、ロシアでは、2007年のマクロ経済指標を見るかぎり、そうしたサブプライムショックによる資金調達難の影響は顕在化していないといえる。

国際金融市場における取引が萎縮する中でも、ロシアの民間部門が巨額の資金調達を続けられる理由は何か？それは、やはり原油高・資源高にあるといえるだろう。原油などの資源価格高騰を背景に、貸し手側はロシアの石油会社をはじめとする資源エネルギー関連企業の融資返済能力が高いと判断し、これが、ロシア企業の国際市場からの多額の資金調達を可能にしていると考えられる。

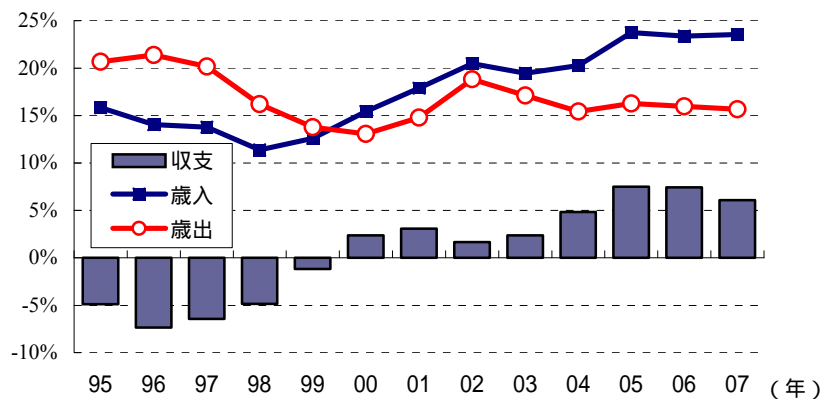
4. 改善したロシアの財政 ~ ロシア経済を支える「二つの貯金箱」

(1) 財政黒字 ~ ロシア通貨危機前とは一変し財政黒字に

10年前にロシア通貨危機が発生した根本原因は、政府の財政赤字にあったといえる。1990年代には、原油価格は低水準で原油輸出関連収入も低迷し、ロシア政府は大幅な財政赤字に陥っていた。これを補填するため、ロシア政府は多額の国債を発行していた。当時、為替相場がほぼ固定されていたこともあって、為替リスクが小さいと見た外国投資家が大量にロシア国債を購入した。ところが、債務が膨らんだためにロシア政府の返済能力への危惧が高まり国債とルーブルに大量の売りが発生、ロシア政府当局は硬直的な為替レートを維持できなくなって変動相場制に移行し、為替レートが短期間のうちに急落した。国債についてもデフォルトが生じた。これが、ロシア通貨危機発生背景である。すなわち、ロシア政府の財政赤字が通貨危機をもたらした主因だったのである。

しかし、現在のロシアの財政は、原油高を背景に原油輸出税等の歳入が潤沢であり、財政黒字が拡大している。さらに、外貨準備も2008年4月末時点で5,200億ドルと、中国、日本に次ぐ世界第三位である。財政面でも対外支払い能力面でも現在のロシアは健全であり、ロシア通貨危機の再現といった極端な混乱が発生するリスクは、当面考えられないといっていよう。

図表18. ロシアの財政収支推移（対GDP比率で表示）



(出所) IMF, *International Financial Statistics*

(2) ロシア経済を支える「二つの貯金箱」 ~ 準備基金と国民福祉基金

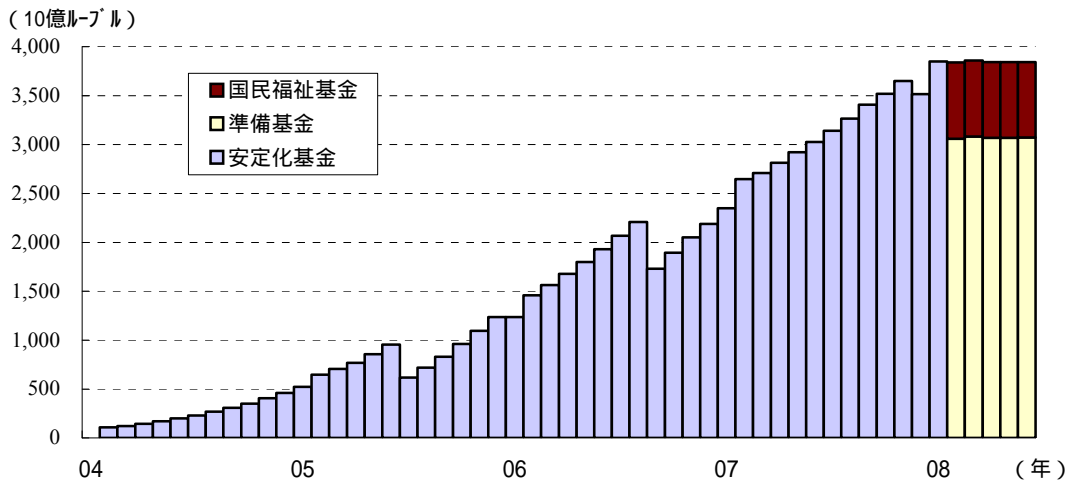
原油高は、実体経済面だけでなく、金融面でもロシア経済の国際的な存在感を高めている。その象徴が、原油価格高騰によって膨らんだ「安定化基金」である。

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。同基金の残高は、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。

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際に、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。

2008年2月に、安定化基金は、それまでの安定化基金に相当する「準備基金」と、国民福祉基金とに分割された。

図表19．ロシアの安定化基金（2008年2月に準備基金と国民福祉基金に分割）の残高推移



(出所) Министерство финансов Российской Федерации

この、国民福祉基金は、外国株などリスクの高い資産への投資が可能のため、市場関係者のなかには、ロシア政府が、政治的な意図からこの基金を使って外国企業の経営に介入するのではないかと危惧も浮上した。

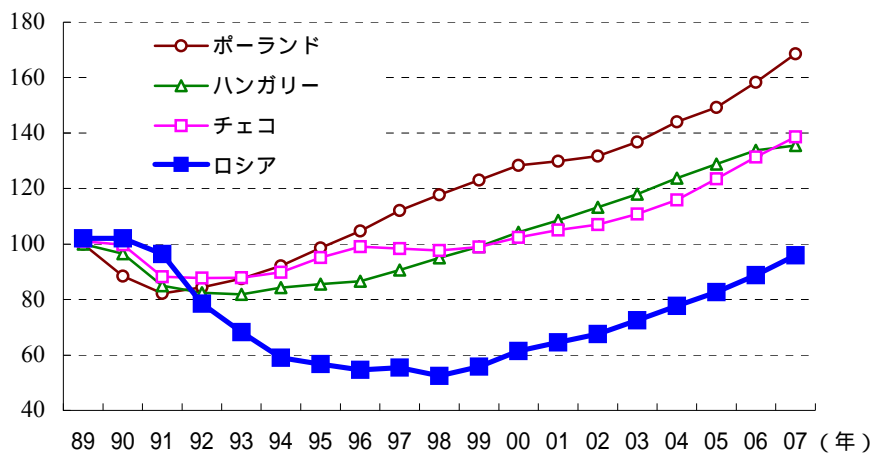
しかし、ロシアの国民福祉基金は、市場平均を上回るリターンを得ているノルウェー政府年金基金がモデルとされており、また、これを管轄している閣僚は、シロビキではなくリベラル派のクドリン副首相兼財務相である。このため、国民福祉基金の運用に際しては、政治的な意図に基づく企業買収などではなく、安定的な利回りを確保するため堅実な運用を指向する可能性が高いと考えた方がよいであろう。

5. 今後の課題は経済構造改革 ~ 直接投資受入れ増加による経済効率化が必要

(1) 市場経済移行の推進 ~ 市場経済化で東欧諸国に遅れを取るロシア

ロシア経済は、近年、高成長を続けているが、足元の経済規模を市場経済移行前と比較すると、同じ旧社会主義国の東欧三カ国（ポーランド、チェコ、ハンガリー）よりも伸びが低い。市場経済に移行すれば生産効率が改善し成長率も向上し、その結果、経済規模は移行前より拡大するはずである。しかし、ロシアの経済規模は社会主義時代とあまり変わらない。これは、現時点で、ロシアの市場経済移行が不十分なことを示唆している。

図表 20 . ロシア・東欧の実質GDP推移（1989年=100として指数表示）

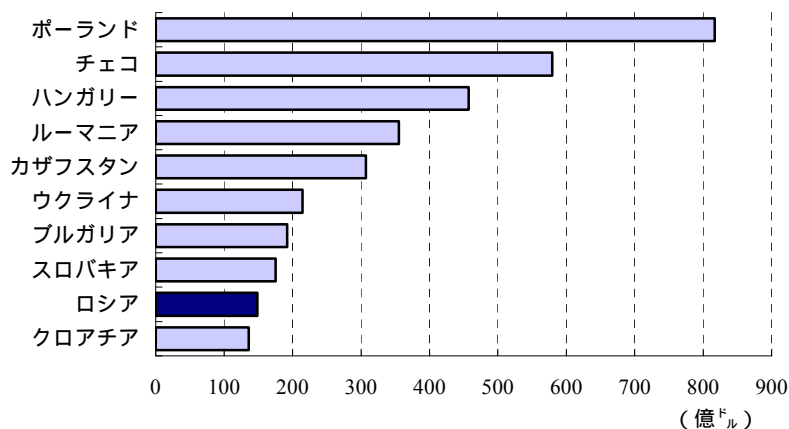


(出所) European Bank for Reconstruction and Development, *Transition report* 各年版

(2) 直接投資増加が必要 ~ 東欧諸国に比べて少ないロシアへの外国直接投資

東欧三カ国とロシアの経済回復格差が大きい理由は何か？ひとつは、ロシア経済が国家解体（旧ソ連崩壊）という試練や政治・社会情勢の不安定化のために、1990年代前半に大幅なマイナス成長に陥ったことである。もうひとつは、東欧三カ国が、ロシアと違い、'90年代以降、外国から多額の直接投資を受け入れ、経済効率化に成果をあげたことである。

図表 21 . ロシア・東欧諸国への外国からの直接投資累積額



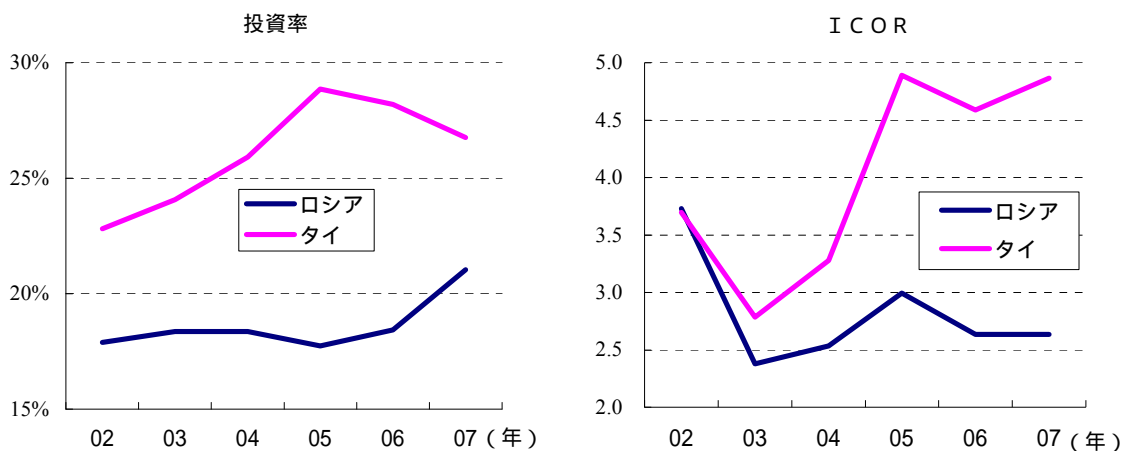
(出所) European Bank for Reconstruction and Development, *Transition report 2007*

東欧三カ国の生産性向上は、これらの国々の EU 加盟（2004 年）に伴う外国直接投資流入増加を背景にますます加速しつつある。今後のロシアにとって、東欧三カ国のように、投資環境を整え、外国からの直接投資を引き寄せ、それを梃子にして経済構造改善を図ることが大きな課題といえる。

それでは、いま、外国企業がロシアに投資するメリットはあるのか？この点について、経済成長と投資の関係に焦点を当て、マクロ面から考察してみよう。ここでは、購買力平価ベースの一人当たり国民所得がロシアに近い新興国としてタイを例にとり、ロシア・タイ両国における投資率と ICOR³を比較する。

最近 3 年間の経済成長率は、ロシアが 6～8%、タイが 4～5%とロシアの方が高い。一方、両国の投資率を比べると、ロシアはタイよりも投資率が低い（経済全体に対する投資の比率が低い）。ICOR を見ると、最近 5 年間、ロシアはタイを下回っている。つまり、ロシアでは、GDP を一単位増やすための投資がタイより少なくて済み、いわば、少ない投資でより高い経済成長率を達成していることになる⁴。これは、外国投資家にとってみれば、「いまロシアに実物投資をすれば（ICOR の高い他国へ投資するよりも）儲かる」ことを示唆するものといえる。

図表 2 2 . 投資率と ICOR の比較（タイとロシア）



（出所）CEIC、Федеральная служба государственной статистики

³ ICOR（アイコール）は、Incremental Capital Output Ratio（限界資本産出率）の略称で、投資を GDP 増加分で割った値で示される。実質 GDP を Y、実質投資を I とすると、ここでは、投資が GDP 増加をもたらすのに 1 年のタイムラグがあると仮定し、t 期の ICOR を下記の式で算出した。

$$ICOR_t = I_{t-1} / (Y_t - Y_{t-1})$$

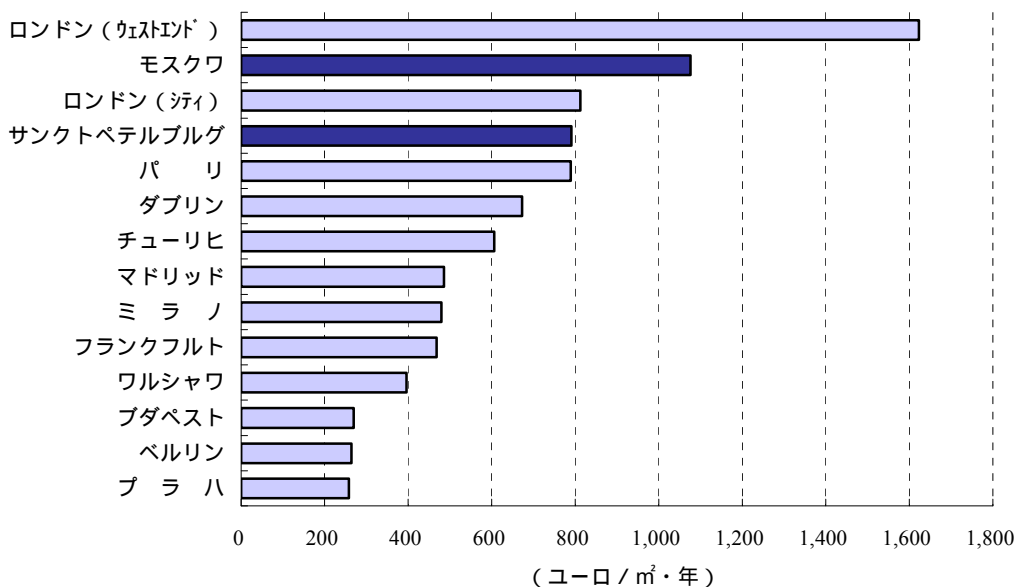
ICOR は、一単位の GDP 増加にどれだけの投資が必要かを表わす投資効率指標である。ICOR が高いほど投資効率は低く、低いほど投資効率は高いことを意味する。

⁴ ロシアの ICOR が低いのは、ロシア経済が効率的だからではなく、むしろ、資本ストックが老朽化し劣悪な状況であることの裏返しと見たほうがよいであろう。つまり、資本ストックの蓄積が大きい国ほど資本の限界生産性は逡減するのに対して、ロシアのように資本ストックの蓄積が不十分な国では、資本の限界生産性が大きく出る傾向にあると見たほうがよいであろう。

ロシアへの実物投資は収益性が高いと考えられるにもかかわらず、ロシアへの外国からの直接投資残高が経済規模の割に小さいのはなぜか？その大きな理由は投資環境にある。まず、法制度面でいえば、ロシアはWTOに加盟しておらず、投資やビジネスにおける国内ルールが国際標準に適合していない。このため、外国企業はロシアへの投資に躊躇せざるを得ないのが実情である。ロシアにとって、WTO加盟は喫緊の課題であるといえよう。

また、ロシアのビジネスコストが高過ぎることも大きな問題である。既に述べたように、人件費は急上昇しており、さらに、モスクワやサンクトペテルブルグなどの大都市を中心に不動産価格も高騰している。例えば、欧州主要都市のオフィス賃貸料を比較してみると、（英国を除いた）欧州大陸部では、モスクワが最も高く、次がサンクトペテルブルグであることが注目される。ロシアの二大都市の賃料は、独仏などの金融センターをはるかに上回っており、欧州全体で見ても、主要都市のなかでモスクワ・サンクトペテルブルグより高いのは、ロンドンだけである。

図表 2 3 . 欧州主要都市のプライムオフィス賃料



(出所) CB Richard Ellis, EMEA Office Market View(Q1 2008)

また、物流コストも非常に高く、さらに金融機関の当局への報告資料作成等にかかる事務負担も諸外国に比べて非常に大きいなど、ロシアに進出する外国企業は、高コストに悩まされている。これは、外国企業のロシア進出意欲を阻害する大きな原因である。

このようにビジネスコストが高い大きな原因として、規制が過剰なことがあげられる。規制を緩和しなければ、供給ボトルネックによるキャパシティー不足は解消されないし、外資企業の事務コスト負担を減らすこともできない。したがって、今後、こうしたハイコスト問題を解決するカギは、ロシア側の規制緩和にあるといえる。

6 .今後の展望 ~ 失速可能性は当面低い。原油高により構造的弱点は顕在化せず。

メドベージェフ政権の経済構造改革 ~ WTO加盟とシロビキの動向に注目

メドベージェフ大統領は、「経済構造を変革し、強いロシア、豊かなロシアを目指す」というプーチン前大統領の路線を受け継ぐと見られる。その意味では、プーチン大統領時代との政策的な連続性・一貫性が保たれている。今後の課題は、国際的に信認を得られるような外資導入促進政策をまとめ、ハード・インフラとともに制度面も含めて投資環境改善に努めることである。特に、WTO への早期加盟を実現することは重要である。そうなれば、外資のロシア進出が加速し、その結果として、ロシア経済の効率化にもつながるであろう。

ただ、メドベージェフ大統領自身はリベラル派であり外国との協力関係促進に積極的と見られるが、対抗勢力であるシロビキ（前述）の影響力も衰えたわけではない。シロビキ勢力は、プーチン時代に、資源産業への外資参入を強引に阻止するなど強圧的な行動が目立った。メドベージェフ政権内部でリベラル派とシロビキの力関係がどう変わるかは現時点では不透明であることから、今後、ロシア側の外資への対応がどうなるかに関して一抹の不安を拭えないであろう。

原油高とロシア経済 ~ 原油価格は当面高止まり、ロシア経済失速の可能性は低い

既に述べたように、ロシア経済の好調は、原油高によってもたらされたものであり、生産性向上によってもたらされたとは言い難い。そもそも、ロシアは、産業競争力が弱く財政基盤も脆弱であった。また、市場経済への移行も東欧諸国に比べれば不十分である。しかし、原油高で得られた巨額の所得移転によって、そうした問題が顕在化しないまま経済高成長が続いているのである。

したがって、ロシア経済は、原油価格が大幅に下落すれば、一気にさまざまな問題が噴出し、現在のような高成長を維持できなくなるのは明らかである。

となると、ロシア経済の動向は、当面は原油価格次第ということになる。世界の投資資金が（他に有力な運用先が少ないため）原油取引市場に集まり、新興経済国のエネルギー消費増加とイラク復興の遅れ等による原油供給能力の制約から需給がタイトなことなどを考慮すれば、原油価格が急落する事態は当面考えにくい。仮に、原油価格が下落してルーブル安圧力が強まったとしても、前述の「準備基金」を為替市場への介入資金として使えば、ロシア通貨危機の再発（ルーブル急落）といった極端な混乱は防ぐことができる。

こうしたことから、ロシア経済の成長率が大きく失速する可能性は当面低いと見てよいであろう。

以上