

**経済レポート**

# 出口が見えないロシアの家計債務問題

～社会・政治問題化の恐れが大きく次期大統領選への影響も～

調査部 研究員 土田 陽介

- 景気低迷が続くロシアで、短期の消費財ローンを中心に、家計の債務が急増している。
- ロシアの景気低迷が続く主な原因は原油市況（輸出）の低迷と欧米からの経済制裁の二点にあるが、さらにプーチン政権が財政再建を優先していることがそれに拍車をかけている。増税などに伴う可処分所得の減少を補い日々の消費を回すため、ロシアの家計は銀行からの借入を急増させている。
- 家計の債務問題への懸念からロシア中銀は、10月初から個人向けローンの与信管理を強化し始めた。一方で、為替相場や物価上昇が安定しているため、中銀は景気をサポートするために引き続き利下げを志向している。ミクロ政策（引き締め）とマクロ政策（緩和）が相反せざるを得なくなっているところに、現状のロシア経済の苦境がうかがえる。
- 経済の成長が加速する展望が描き難く、また当局が取り得る政策対応にも限りがある。こうした中では、家計の債務問題が社会不安へとつながり、ポスト・プーチンの権力移譲が課題となる2024年の大統領選に大きな影響を及ぼしかねない。ロシアの不安定は日本を含めた近隣諸国に悪影響を及ぼす可能性も高い。ロシア社会や政治の動向を見定める上で、家計の債務問題に動向については引き続き注意を要する。

## 1. 景気低迷下のロシアで急増する家計の債務

景気低迷が続くロシアで家計の債務が急増している。直近2019年第2四半期の家計の借入金の対GDP比率（図表1）は15.2%と、消費財ローンの増加を主な理由として統計開始以来の過去最高水準を更新した。こうした状況を受けてロシアでは、思わぬ金利上昇などで家計が資金繰りに窮した場合、個人消費が悪化して景気が腰折れするリスクが意識されるようになっている<sup>1</sup>。

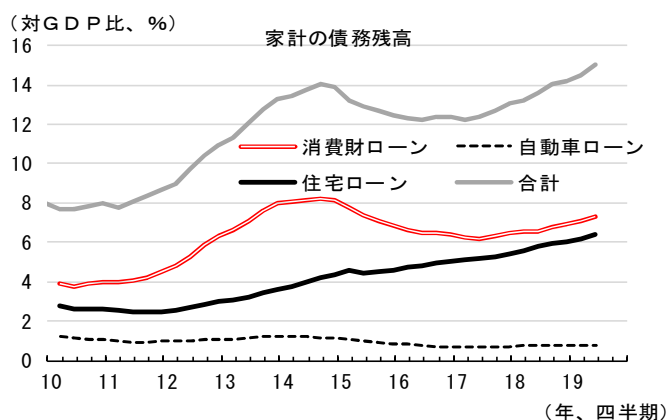
もちろん住宅ローンも増加している。中間所得者層を中心に住宅購入のニーズが強いことを受けて、政府が住宅供給を強化しているためである。しかし住宅ローンは所得に余裕がある家計が中心であり、優良債権が多い。足元で深刻化している家計の債務問題は短期の消費財ローンを中心とするものであり、主な借り手は所得減の影響が深刻な低所得者層であると考えられる。

国際比較上だと、ロシアの家計債務の規模はそれほど大きくない。一方で、足元の増勢が極めて速いという問題がある。そもそもロシアで銀行が本格的に個人向けローンの提供を始めたのは旧ソ連崩壊（1991年12月）後のことであり、歴史は未だ浅い。そしてロシアの場合、他の新興国に比べても政府系銀行の存在感が大きく、適切な与信管理が行われているとは考え難い。

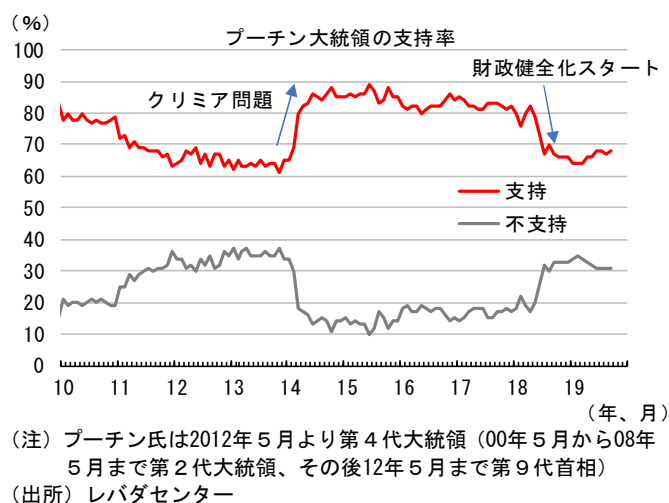
加えて今般の家計の債務の急増は、後述するプーチン政権による財政再建路線の副作用として生じた現象である。足元でプーチン大統領に対する有権者の支持率（図表2）は財政再建が本格化した18年以降低迷しているが、これも家計の債務問題と無関係ではない。そのためプーチン政権内でも、オレシキン経済発展相が家計の借入金の増加に対して警戒を示すなど危機感が強まっている。

こうしたことから、家計の債務問題への対応如何では政権の安定が崩れる恐れが大きくなってきており、プーチン大統領にとっては頭痛の種となっている。2018年3月の大統領選で再選したプー

図表1. 急増する家計の債務



図表2. 有権者の支持も低迷



<sup>1</sup> 報道機関もこの問題を注視している。例えば“Russians Struggle under Burden of Soaring Consumer Loans,” *Financial Times*, Aug 29, 2019.

チン氏の任期は2024年3月までの6年間であり、次期大統領選まで時間はある。ただ憲法の大選規定が改正されない限り今期が最後となるため、スムーズな権力の移行が課題となっている。

プーチン大統領は2000年にロシア連邦の第二代大統領へ就任した後、途中首相へ転出（08年5月～12年5月）したが、一貫してロシアの最高権力者の座に君臨している。もっともその独裁的な政権運営が長期化する中で、彼の求心力は都市部を中心に着実に低下しており、次期大統領選が迫るにつれてロシアで政治不安が高まる恐れが大きくなっている。

次節以降、ロシアで家計の債務問題が起きた背景を整理し、この問題が今後のロシアの経済及び政治に対してどのような影響を与える可能性があるのかを展望してみたい。

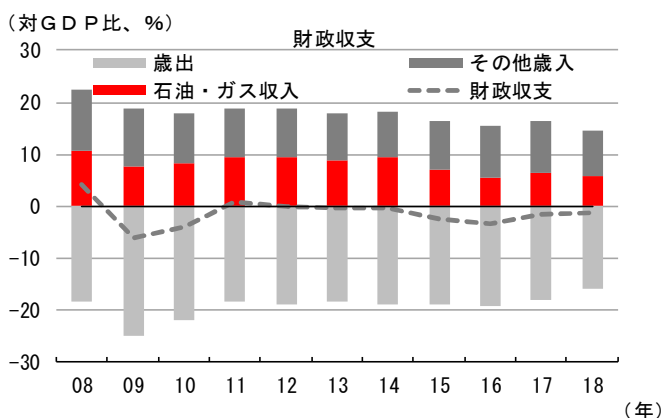
## 2. 財政再建路線の副作用として急増した家計の債務

ロシアの景気低迷が続く主な原因は原油市況（輸出）の低迷と欧米からの経済制裁の二点にあるが、プーチン政権が財政再建を優先していることがそれに拍車をかけている。具体的にプーチン政権は、政府ファンドの再建を最重要課題に掲げている。これは原油高の局面で上振れした税収を政府が一般財政の外で積み上げたもので、かつては予備基金と国民福祉基金の2つが存在した。

産油国であるロシアの財政（図表3）は石油・ガス企業からの税収に対する依存度が高い。そのため14年後半に進んだ原油価格の急落を受けて石油・ガス企業からの税収が激減し、財政赤字が一時GDPの3%を超えるまで膨らんだ。そうした財政赤字をファイナンスしていたのが政府ファンド、特に予備基金の存在だった（図表4）。

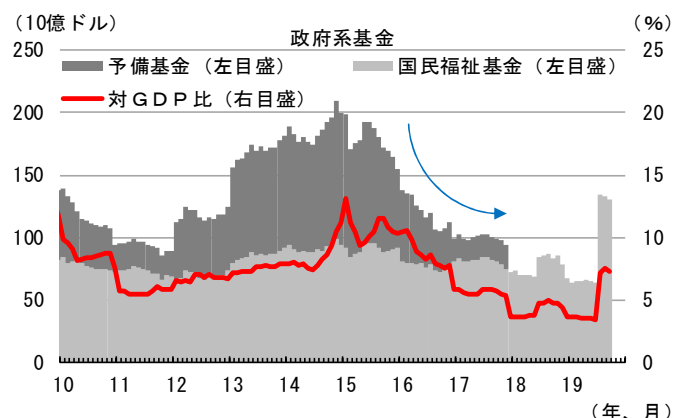
財政赤字を補填してきた予備基金は18年1月に枯渇し、本来なら年金基金の赤字の補填を目的とする国民福祉基金が予備基金の機能も継承した。この国民福祉基金を積み増して政府ファンドを再

図表3. 石油・ガス収入への依存度が高い財政



(出所) ロシア財務省

図表4. 再建が急務となる政府ファンド



(注) 足元の急増は財務省から資金が移転されたことに伴う動きであり、本質的な改善を意味しない  
(出所) ロシア財務省

建することをプーチン大統領は経済政策の最優先課題に掲げているわけだが、そこにはロシア特有の経済的・政治的な理由がある。

先述のように、根本的な理由として、ロシア経済は原油市況への依存度が高い。したがって原油安になると経済が立ち行かなくなることから、原油高の局面で上振れした税収を貯めておき原油安の局面に備える必要がある。このことはまた、国債を発行したところで買い手がつかず財政赤字を補填できないというロシア政府の信用力の低さと裏腹の関係でもある。

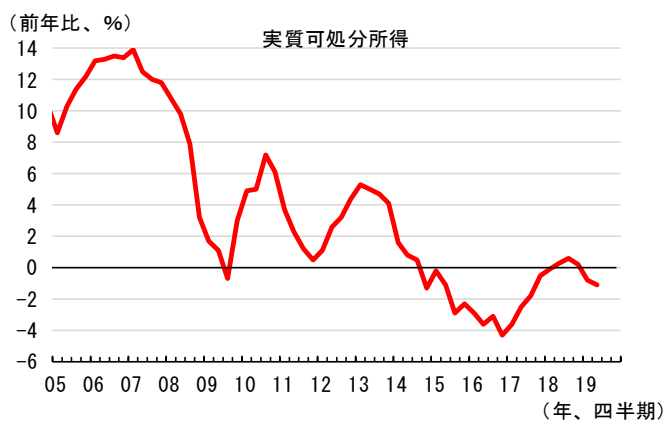
さらに地域大国であるロシアの場合、周辺諸国をめぐる欧米との国際関係もまた常に緊張しており、それが既往の経済制裁につながっている。こうした景気下押しリスクに備えておくためにも、政府ファンドの再建はロシア経済にとっての最優先課題となる。そのためプーチン政権は、一般財政を引き締めると同時に、税収のかなりの部分を国民福祉基金の再建に充てている。

財政再建路線の下で、プーチン政権は付加価値増税と年金受給年齢の引き上げ（共に19年1月から実施）などといった国民に痛みを強いる改革を行った。そのため、家計の実質可処分所得（図表5）は最低賃金の引き上げにもかかわらず前年割れが定着した。こうした中でロシアの家計は、可処分所得の減少を補い日々の消費を回すために銀行からの借入を急増させるようになった。

なお可処分所得の減少は、飲食品といった日常品に対する支出割合の上昇という点からも確認できる。アルファ銀行（Alpha Bank）の調査（図表6）によると、特に中間所得者層を中心に、支出に占める飲食費の割合が近年上昇していることが分かる。このことから、消費の核を担う中間所得者層も所得減を受けて耐久財やサービスを購入する余裕を失っている様子がうかがえる。

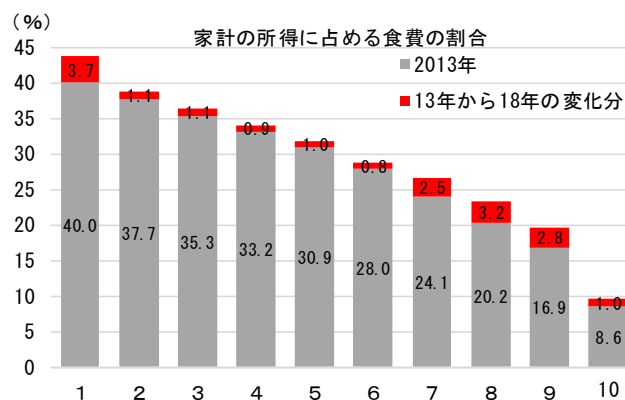
ただ中間所得者層は銀行など合法的な金融サービスにアクセスできるが、低所得者層や貧困層は高利貸しなど違法ないしはそれに近い金融サービスにアクセスして資金を調達するか、ないしは資金を調達できずに消費を手控えざるを得ない状況に置かれていると推察される。家計の債務問題が悪化すると同時に、そうした社会的不平等も拡大している可能性がうかがえる。

図表5. 可処分所得は減少が続く



(注) 4 四半期後方移動平均  
(出所) ロシア統計局

図表6. 疲弊する中間所得者層



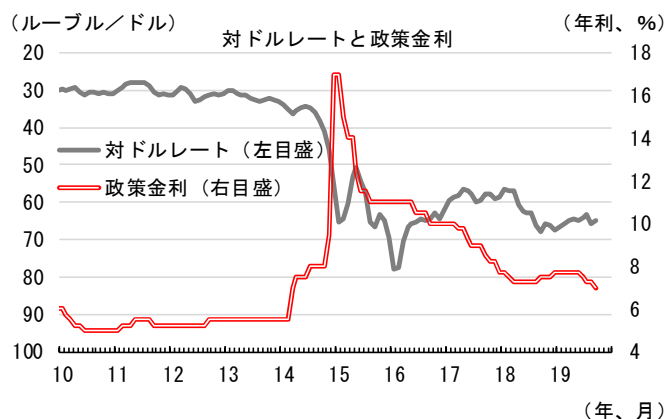
(注) 所得階級を10段階に区分、うち7と8が中間所得者層  
(出所) Orlova (2019), p. 8, fog. 22

### 3. 為替レートの安定に伴う金利低下が拍車をかけた家計の借入増

加えて家計による借入の増加を促しているのが、通貨の安定を受けたロシア中銀による利下げである。ロシアの通貨ルーブル（図表7）はロシアのクリミア侵攻（14年2月～現在）に端を発した欧米からの経済制裁に加えて、14年後半に進んだ世界的な原油安を受けて大暴落した。そのためロシア中銀は通貨防衛を目的に金利を大幅に引き上げた。

16年頃からルーブル相場が落ち着いたことを受けて、ロシア中銀は金融緩和スタンスを強め、政策金利（キーレート）は9月時点で7.00%まで低下が進んだ。これに伴い個人向けローンの金利もまた低下が進むことになり、消費財ローンの金利（個人向け短期貸付金利）は15年初の約30%から足元では15%程度と、歴史的な低水準となっている（図表7）。

図表7. ルーブル相場は暴落後に安定



(注) 月次レート  
(出所) ロシア中央銀行

図表8. ロシアは歴史的な低金利環境に



(注) 月次レート  
(出所) ロシア中央銀行

ロシアの貿易収支は黒字であるが、石油製品を除くと赤字の年が多く、基本的には輸入超過の経済である。そのため通貨安のメリットで石油製品の輸出が促されても、そこから得た税収を政府が他の部門に再配分しない限り、国内の景気は刺激され難い。そもそも足元では市況そのものの低迷が長期化しており、通貨安で石油製品の輸出が促されるような環境でもない<sup>2</sup>。

加えて、ルーブル相場が安定しているとはいえ、絶対的な水準は暴落前に比べると依然低いままである。そのため輸入品価格は高止まりしており、家計の消費を圧迫し続けている。可処分所得が減少する中で、家計は借入への依存度を高めざるを得ない。こうした家計の行動を、皮肉にも中銀による金融緩和が加速させてしまっている。

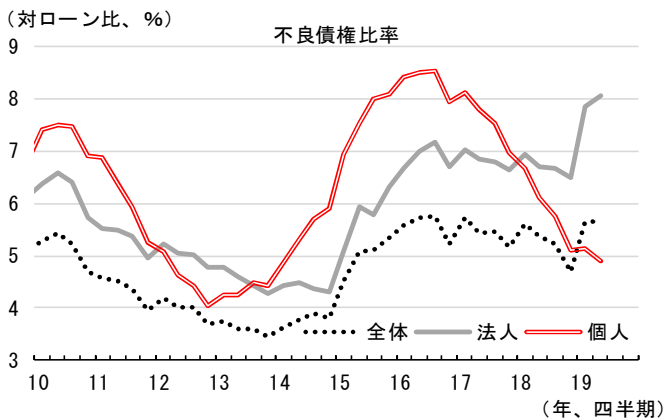
<sup>2</sup> 参考として18年の貿易収支は2,118億米ドルの黒字であり、輸出総額は4,500億米ドル、輸入総額は2,382億米ドルであった。うち原油・石油製品の収支が1,972億米ドルであったため、それ以外の収支は56億米ドルの黒字にとどまった。なお08年の世界金融危機以降、原油・石油製品を除く貿易収支は11年のうち9回赤字となっている。

ロシア中銀によると、個人向けローンの不良債権比率は16年をピークに低下が進んでおり、足元では5%程度である。ロシア中銀は18年度の『銀行監督報告書』の中で、個人向け向けローンの不良債権比率が低下している理由として、自動車ローン向けの不良債権の償却や売却が進展したことが大きかったと指摘している（Bank of Russia, 2018, p. 40）<sup>3</sup>。

一方で法人向けローンの不良債権比率は、景気低迷の影響などから8%程度まで上昇している。現状では法人向けローンの方が不良債権問題は深刻であるものの、今後も景気低迷が長引けば、個人向けローンの不良債権問題も悪化するだろう。その時に懸念されることは、景気の腰折れとともに社会不安が高まることであり、政権に対する有権者の不満が爆発することに他ならない。

冒頭で述べたように、ロシアの次期大統領選は2024年3月である。まだ時間的な猶予はあるが、一方で長引く景気低迷のために有権者のプーチン政権への不満は高まっている。債務問題への対応如何では社会不安が高まり、大統領選の前哨戦である下院総選挙（2021年）で与党「統一ロシア」が惨敗、政局が流動化するというプーチン政権にとって最悪のシナリオが実現する。

家計の債務を減らすためには、利上げか与信規制の強化が必要になる。他方で政府と中銀は、物価が安定していることもあり、景気を支える観点からは利下げを進める必要がある。そのため残された手段は与信規制の強化しかなく、中銀は事実上その第一弾として、10月初めから信組など小規模金融機関向けを中心に個人向けローンの与信管理を強めた（図表10）。

**図表9. 個人向けローンの不良債権比率は低下**


(注) 全体には政府向け、金融機関向けが含まれる  
(出所) ロシア中央銀行

**図表10. 中銀はリスク管理を強化**

10月1日に中銀が導入した与信管理の強化

1. 1万ルーブル（ないしは同等の外貨相当分）以上の融資の返済に猶予を与える場合、銀行は貸出先の債務負担比率（DBR）を計算しなければならない。
2. DBRが50%以上の貸出先に追加融資をする場合は引当金を積み重ねなければならない。
3. 中銀の監督を受ける専門家だけ個人向けの不動産担保融資を実施することができる。この規制には銀行や小規模金融機関、信用組合が含まれる。
4. 小規模金融機関は銀行に融資先の本人確認を委任することができる。また政府の情報システムを使って融資先の個人情報を知ることができる。
5. 信組による不動産担保融資の金利に上限（17%）を定め、地方の金融へのアクセスを改善する。

(注1) DBRは月間の所得に対する返済負担の割合を意味する

(注2) 小規模金融機関は消費者信用協同組合など

(出所) ロシア中央銀行プレスリリース（2019年10月1日付）

もっともマクロ政策（緩和）とマイクロ政策（引き締め）で相反する方向の政策を採る、つまり需要を刺激しつつ供給を制約する方針を採るということは、アクセルとブレーキを同時に踏み分ける

<sup>3</sup> なおロシア中銀によれば、不良債権は主に国有銀行（ズベルバンクやVTBバンク）などで深刻化している。国有銀行の与信審査能力が低い可能性に加えて、一種の社会政策的な意味合いから国有銀行が家計への与信を強化してきた可能性がうかがえる。言い換えれば民間大手のアルファ銀行や外資大手のライフアイゼンバンクなどは、与信審査能力が比較的健全である可能性が高い。

ようなものであり、持続可能性に乏しい。しかしながらそれ以外に有効な手立てが特になくというところに、現状のロシア経済、そしてプーチン政権の苦境がうかがえる。

#### 4. 出口が見えない家計の債務問題

プーチン大統領は2018年、経済成長の底上げを図るべく19年から24年までを対象とする長期の国家プロジェクトを発表した。この13の領域（場合によって12）にわたる長期計画の概要は図表9の通りであるが、短期的な経済波及効果が望み難い建設プロジェクトを主とするものであり、これで景気が直ぐに持ち直す展望はまず描けない。

また総額25.7兆ルーブル（約44兆円）の規模に相当するこれらの国家プロジェクトは、総額の3割近い予算を民間資金の活用で賄おうとしている。いわゆる官民連携（PPP）を想定していると考えられるが、環境政策や基幹インフラの更新・拡大といった領域に民間資金が十分に流入するのかは疑わしく、実効性に乏しいと言わざるを得ない。

図表9. プーチン大統領が掲げる国家プロジェクトの予算の概要

項目		連邦予算	地方予算	政府ファンド	民間資金	合計
人的資本	1 保健	1,366.7	265.0	94.0	0.1	1,725.8
	2 教育	723.3	45.7	0.0	15.4	784.4
	3 人口	2,973.4	78.1	53.7	0.0	3,105.2
	4 文化	109.7	3.8	0.0	0.0	113.5
環境生活	5 道路	440.9	4,139.1	0.0	199.7	4,779.7
	6 住居・都市	891.0	167.8	0.0	7.4	1,066.2
	7 環境	701.2	133.8	0.0	3,206.1	4,041.1
経済成長	8 科学	404.8	0.0	0.0	231.2	636.0
	9 中小企業	416.2	11.4	0.0	53.9	481.5
	10 デジタル	1,099.6	0.0	0.0	535.3	1,634.9
	11 労働生産性・雇用確保	45.7	0.8	0.0	5.6	52.1
	12 国際協力・輸出	956.8	0.0	0.0	0.0	956.8
	13 基幹インフラの更新・拡大	3,028.8	58.7	0.0	3,260.6	6,348.1
合計		13,158.1	4,904.2	147.7	7,515.3	25,725.3

(注1) 単位は10億ルーブル

(注2) 教育には学校の、保健には病院の建設なども含まれる

(出所) ロシア連邦政府 (2019)

筆者は19年10月2日から3日間、ロシアの首都モスクワを訪問し、様々な有識者に対してロシア経済の現況に関する見解を聞き取りした。国家プロジェクト計画に対して肯定的な有識者も否定的な有識者も、この計画を受けて得られる実質経済成長率は3%程度にとどまるという見解で一致していた<sup>4</sup>。

<sup>4</sup> プーチン氏が初めて大統領を務めた任期（便宜的に2000～03年）の実質経済成長率は年平均6.8%、二期目（同04～07年）は7.6%と高い成長率を誇っていた。ただ首相に転じた時期（同08～11年）は1.4%、再び大統領に転じた時期（同13～15年）は0.9%、再選後（同16～18年）は1.4%となっている。3%という成長率は野心的とも言えるが、2000年代に比べるとかなり低いと言わざるを得ない。

こうした中では雇用・所得情勢の改善も限定的であるし、またマクロ政策で金融緩和を続ける以上、ミクロ政策で家計の債務の増加に歯止めをかけようとしても限界があるだろう。さらに上述のように、政治的・経済的な理由から政府ファンドの再建という至上命題があるため、景気の重荷になっている緊縮財政路線を緩和することも容易ではない。

足元の原油価格は緩やかな回復基調にあるが、米中貿易摩擦の影響もあり世界景気が低迷しており、下落リスクが常につきまとう。また旧ソ連時代から原油を採掘していた西シベリアの油田の原油埋蔵量が着実に減少し採掘コストが増加しているため、ロシア産原油の採算価格も上昇しているという問題もある。そのため多少の原油高では財政再建を緩めることができない。

こうして整理していくと、家計の債務問題は、ロシア経済が抱える政治的・経済的な困難の象徴的な現象と言える。当局が取り得る政策対応に限りがある中では、家計の債務問題が社会不安へとつながり、ポスト・プーチンの権力移譲が課題となる次期大統領選に大きな影響を及ぼしかねないと考えられる。

ロシアの不安定は日本を含めた近隣諸国に悪影響を及ぼす可能性も高い。ロシア社会や政治の動向を見定める上で、家計の債務問題に動向については引き続き注意を要する。

## 参考文献

The Central Bank of the Russian Federation. (2018) *Banking Supervision Report 2018*.

Orlova, Natalia and Nataliya Lavrova. (2019) “Russian Middle Class—Drifting Toward State Sector, More Risk Averse,” *Alpha Bank Macro Insights*, 24<sup>th</sup> June, 2019.

ロシア連邦政府 (2019) 『国家プロジェクト：主な目的と予想される成果』(Natsional’nyye proyekty: klyuchevyye tseli i ozhidayemye rezul’taty)

### — ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。