

12066

## ロシア連邦

チーフアナリスト 増田 篤  
チーフアナリスト 田村 喜彦

長期格付

BBB

見通し\*

安定的

短期格付

—

(長期格付は、原則として外貨建長期発行体格付を表示)

## 1. 概要

ヨーロッパとアジアをまたぐ広大な地域に世界最大の国土を有する（日本の約45倍）。旧ソ連を構成していたロシア共和国を中心に91年に成立した。人口は146.7百万人（19年）。世界トップクラスの生産量を誇る石油、天然ガス、石炭をはじめ、鉄鉱石、銅、亜鉛、ダイヤモンドなど豊富な天然資源を有する。90年代に経済の低迷が続いた後、2000年代に入り、原油、天然ガス等の資源価格の高騰を背景に比較的高い経済成長を実現し、今日に至る。00年に1,772米ドルと低位にとどまっていた1人当たりGDPは、経済成長の持続を背景に13年の16,007米ドルにまで増加した。その後、ルーブルの急落と経済の悪化などにより減少傾向となったが、経済回復を背景に17年に増加に転じ19年は11,584米ドルとなった。

## 2. 政治・社会情勢

プーチン氏が大統領に初めて就任してから20年が経過した。99年に当時のエリツィン大統領により連邦保安局長官から首相兼大統領代行に任命され、政治の表舞台に登場したプーチン氏は、翌年の大統領選に出馬し勝利。04年の大統領選も制したことで2期8年の長期政権を実現した。その後は、プーチン氏が後継候補として指名したメドヴェージェフ氏と大統領職と首相職を交代で担う「二頭体制」を維持してきた。19年9月の統一地方選は、16の知事・首長選挙全てで与党系候補が勝利するなど与党「統一ロシア」の圧勝に終わった。20年1月、プーチン大統領は、メドヴェージェフ内閣を総辞職させ、新たにミ

シュスチン政権を発足させた。ミシュスチン新首相は連邦税務庁出身の実務家とされる。また、閣僚21人のうち財務相、国防相、エネルギー相、産業貿易相を始めとする主要閣僚12名は留任となった。この内閣改造は、政策遂行など実務面での影響を回避しつつ、政府与党に対する国民の不満を少しでも和らげ、憲法改正への道を固めることを目的としたものであったと考えられる。新型コロナウイルス感染拡大の影響により当初の4月から延期された憲法改正を巡る国民投票が、6月末から7月初めにかけて実施され、約8割の賛成で改正案が承認された。大統領の就任回数を2回に制限する一方で、制限の対象から現職、経験者を除外する規定が同改正案に含まれていたことから、プーチン大統領は24年の任期満了後も（36年まで）大統領職を継続することが可能となった。これにより、当面は国内政治の安定が維持されるとみている。外交面では、懸案のウクライナ問題は、同国で19年にゼレンスキー新大統領が就任したことで事態の打開に向けた新たな動きが見え始めたものの、東部地域での軍事衝突はその後も完全には収束せず、欧米諸国による経済制裁解除に向けた道筋は依然、不透明なままとなっている。また、ロシアの反政府運動活動家の暗殺未遂事件に関するEUによる対ロシア経済制裁の発動もあり、EUとの関係は悪化を余儀なくされている。

対米関係についても米国大統領選へのロシアによる不正関与疑惑問題（「ロシアゲート」）に始まった関係悪化は、欧州－ロシア間のパイプライン計画「ノルドストリーム2」を巡る米国政府による対ロシア制裁強化など依然として続いており、改善の兆しは見えない。

他方、ロシアは、中近東情勢の安定化に向け積

極的に関与することにより同地域でのプレゼンスを高め、欧米諸国との関係改善に結び付けたいとの思惑を有するとみられるが、米国の中近東政策の影響やトルコとの複雑な関係などもあり、その実現は容易ではない。

### 3. 経済動向

#### (1) 経済動向

世界経済の鈍化と資源価格の下落を背景とする輸出の減少を主因に19年の経済の成長率は、前年の2.5%から1.3%に減速した。20年第2四半期は、感染拡大の影響により成長率が前年比マイナス8%と悪化を余儀なくされた。しかし、下半期以降は、足元で再拡大している感染の今後の動向には注意を要するものの、中小企業向け減税、空運などの産業支援融資、インフラ投資の拡大など総額7兆ルーブル（19年GDP比6.3%）の経済対策の効果もあり、緩やかながらも回復に向かうとみている。20年の経済成長率は5%前後のマイナス成長になると予測されるが、経済悪化の程度は欧米諸国に比べ軽微にとどまるとみられる。

経済は、旧ソ連崩壊を背景とする90年代のマイナス成長時代を経て、00年代には原油を中心とする資源価格の上昇や天然資源輸出主導で長期に亘る成長を達成した。その後は原油を中心とする資源価格の変動とおおむね連動した経済パフォーマンスを続けてきた。他方、生産年齢人口が既に減少傾向となっており、人口動態が経済成長にマイナスに作用する人口オーナスの状態にある。出生率は政府による家計支援などを背景に緩やかな上昇傾向にあったが、15年をピークに低下傾向に転じており、経済成長率を引き上げるには経済の生産性を向上させるため資源産業以外の国際競争力のある産業育成を通じた産業高度化、多様化が必要不可欠となる。このためには、内政の安定化を背景に規制緩和など事業環境の改善を進め、外国からの直接投資を含む投資を促進させることが重要となる。他方、外国からの投資誘致上の制約となる欧米諸国による経済制裁については依然として解除の目途が立っていない。今後、経済成長率を高める上で経済制裁の解除も重要になる。

#### (2) 経済政策

プーチン大統領は、18年5月に6年間で実現すべき9つの国家目標を定めた「24年までの国家目標と戦略的課題」と題した大統領令を公表した。その後、19年2月には、それらの国家目標を具体化する

ため13分野における国家プロジェクトとそれぞれの期間、目標値、資金源などの詳細を公表した。19年から24年までの6年間ににおける事業規模の総額は25.7兆ルーブル。単純計算で1年当たり4.3兆ルーブルとなり、これは19年連邦予算上の名目GDP比で4.1%に相当する。全国家プロジェクトは大きく、「人的資本」、「居心地の良い生活環境」、「経済成長」の3つの分野に分かれる。「人的資本」の予算総額は5.7兆ルーブル、「居心地の良い生活環境」の予算総額は9.9兆ルーブル、「経済成長」の予算総額は10.1兆ルーブルとなっている。また、資金源の構成比を見ると、連邦予算51.1%、地方予算19.1%、政府基金0.6%、民間資金29.2%となっており、地方政府を含む政府予算が全体の7割を占める。19年の同プロジェクトの進捗状況については、インフラ投資の推進により総固定資本形成が経済成長にプラスに寄与するなど一定の成果がみられる。ただし、予算執行は計画比ではやや遅延しており、今後の執行率の向上が求められる。

なお、政府は20年7月、感染拡大による経済の悪化を受け、上記の「国家プロジェクト」で定めた貧困層構成比率の引き下げ、平均寿命の引き上げなどの目標達成時期を30年に延期するとともにプロジェクトの内容についても見直しすることを決定した。経済制裁が続く中、民間資金の動員が円滑に進むかは定かではないが、景気刺激に加え、同国家プロジェクトにはIT産業育成も新たに組み込まれており着実に実施されれば潜在成長率の引き上げに寄与していくとみられる。

### 4. 財政動向

19年の連邦政府財政収支は経済成長率が鈍化する中、財政規律の堅持によりGDP比1.8%の黒字を維持した。20年の連邦政府予算では当初、GDP比0.8%の黒字を計画していたが、感染拡大の影響に対する財政出動により同6%超の赤字に転ずる可能性が高い。政府は赤字補填のためユーロ債を含む国債発行を行ってきた。17年までの財政赤字の継続を主因に政府債務残高は緩やかな増加傾向にあるが、19年末時点で同12.3%と低位に抑制されてきた。20年の財政赤字の拡大により公的債務も増加するが、中期的には、経済の回復と財政規律の堅持による財政赤字の縮小によりGDP比20%をやや上回る程度と低水準に抑制可能とみている。また、政府はこれまで財政の余剰金を「予備基金」と「国民福祉基金」として積み立ててきた。前者については財政赤字の補てんにより17年末までに全て使用され、その後、

国民福祉基金に吸収された。同基金の残高は、財政余剰金により20年10月1日時点でGDP比12.1%の規模に増加しており、政府財政の耐性を下支えするものとして評価できる。他方、資源関連収入が歳入全体の4割弱（19年）を占めるといふ歳入構造により財政収支は資源価格下落の影響を受けやすい。産業の多様化を通じて歳入構造を改善する必要があるが、それには時間を要するとみられる。

## 5. 対外ポジション

財輸出全体の約7割を原油・天然ガスを中心とする資源関連輸出が占める。同輸出の拡大を主因にこれまで長期にわたり貿易収支、経常収支ともに黒字を維持してきた。19年は、輸出減少を主因に貿易黒字、経常黒字ともに減少したが、後者のGDP比は3.8%と比較的高水準に維持された。20年は、世界経済の大幅な減速と原油価格の低下により黒字幅はさらに縮小するものの、黒字自体は維持されるとみられる。対外債務は経済制裁の影響で外貨調達が制限される中、残高は近年、小幅の増減を繰り返し推移している。20年6月末は19年末の4,914億ドルから緩やかに減少し4,816億ドルとなった。うち短期対外債務残高は684億米ドルで全体の14.2%を占める。他方、外貨準備高は、経常黒字の拡大を背景に近年増加傾向を維持してきた。20年は感染拡大を背景とする経常黒字の減少、ルーブル相場下落などの影響によりおおむね横ばい傾向となり8月末時点で4,380億ドルとなっている。これは同年6月末の対外債務残高の9割、短期対外債務残高の6.4倍に相当し、同国は依然高い外貨流動性を維持している。なお、外国からの直接投資については、ウクライナ問題を巡る経済制裁が始まった14年以降、流入額はそれ以前に比べ低水準で推移している。

## 6. 金融システム

金融システムについては、原油価格下落による経済悪化と経済制裁の影響により14年以降、銀行の不良債権比率（IMF）が上昇傾向となり、13年末の6%から18年末の10.1%に大きく上昇した。ロシア中央銀行はウクライナ問題による経済悪化の影響を踏まえ、14年から15年にかけて政府系銀行を中心とする銀行部門への公的資金注入、引当基準の緩和、流動性の提供などの危機対策を実施し、金融システムの安定化を図った。17年には経営難に陥った大手銀行を同行の管理下に置くなど積極的な対応を取ってきた。こうした対策の効果により危機的状況は回

避されたものの、景気低迷を背景に銀行の延滞債権比率は18年末の4.7%から19年末の5.5%に上昇した。20年は、コロナ禍による深刻な影響は回避されているもの、8月末時点で5.7%と緩やかではあるがさらに上昇している。経済低迷もあり当面、銀行資産の質の改善は期待し難い状況となっている。他方、同部門の20年6月末の自己資本比率は19年末から緩やかに増加し12.8%となった。同部門の国内与信残高は増加傾向にあるが、GDP比では19年末時点で52.4%と低位にとどまっている。

## 7. 総合判断・格付の見通し

JCRは、10月22日にロシアの外貨建および自国通貨建長期発行体格付をともに「BBB」据置とし、見通しを安定的としたことを公表した。格付は、憲法改正の実現による長期安定政権基盤の構築、比較的良好な政府財政ポジション、資源輸出に支えられた強固な対外バランスなどを反映している。他方、資源産業以外の国際的競争力のある産業育成や悪化傾向にある銀行部門の資産の質の改善などが課題となっている。感染拡大の影響により20年経済はマイナス成長に転ずる見通しである。しかし、政府による経済対策の効果もあり、第二次感染拡大による厳格な移動制限が行われなければ、21年以降は緩やかな成長に回帰していくとみている。格付の見通しは安定的である。財政政策の出勤により財政ポジションが悪化するが、政府による財政規律の堅持方針に加え、21年以降、経済が緩やかながらも回復に向かうとみられることから同ポジションの悪化は管理可能な範囲にとどまるとみられる。また、財政余剰金による国民福祉基金の増加も財政の耐久力を補完している。今後、足元で再拡大の様相を呈している感染状況の行方と経済への影響と合わせ、政府による経済発展に向けた国家プロジェクトの推進と成果、欧米諸国による経済制裁の行方に注目していく。

JCR

## 12066 ロシア連邦

## ●主要経済指標

		2015	2016	2017	2018	2019
実質GDP成長率	%	-2.0	0.2	1.8	2.5	1.3
失業率	%	5.6	5.5	5.2	4.8	4.6
CPI上昇率	%	15.5	7.0	3.7	2.9	4.5
貸出金利(平均)	%	15.7	12.6	10.6	8.9	8.8
中央政府財政収支/GDP	%	-2.4	-3.5	-1.4	2.6	1.8
公的債務/GDP比	%	10.4	10.8	12.3	11.1	12.3
財輸出額	US\$ bn	341.4	281.7	352.9	443.9	419.9
増減率	%	-31.3	-17.5	25.3	25.8	-5.4
財輸入額	US\$ bn	193.0	191.5	238.4	248.9	254.6
増減率	%	-37.3	-0.8	24.5	4.4	2.3
財貿易収支/GDP	%	10.9	7.1	7.3	11.7	9.7
経常収支/GDP	%	5.0	1.9	2.0	6.9	3.8
外貨準備(金除く)	US\$ bn	319.8	317.5	356.1	381.6	444.0
輸入カバー率	月	13.6	14.3	13.1	13.3	15.1
総対外債務残高/GDP	%	38.0	40.1	32.9	27.3	28.9
公的対外債務残高/(財・サ)輸出	%	68.2	80.7	67.7	49.3	50.2
総対外債務残高/(財・サ)輸出	%	131.9	154.0	126.3	89.5	101.8
短期債務構成比	%	9.4	10.0	10.8	11.9	13.9
外貨準備/短期対外債務	倍	6.6	6.2	6.4	7.0	6.5
DSR	%	23.1	18.8	17.4	19.3	11.2

※直近期は、速報値をもとに指標などを掲載する場合があります。

(出所) 財務省、中央銀行、CEIC、EIU Country Data

## ●格付明細

対象	格付	見通し*	発行額 (百万単位)	通貨	利率 (%)	発行日	償還期限	公表日
本国通貨建長期発行体格付	BBB	安定的	-	-	-	-	-	2020.10.22
外貨建長期発行体格付	BBB	安定的	-	-	-	-	-	2020.10.22

## ●長期格付推移 (外貨建長期発行体格付またはそれに準ずる格付)

日付	格付	見通し*	発行体名
2007.03.16	A	安定的	ロシア連邦
2009.03.23	A-	ネガティブ	ロシア連邦
2010.05.17	BBB+	安定的	ロシア連邦
2011.06.16	BBB+	ポジティブ	ロシア連邦
2012.08.29	BBB+	安定的	ロシア連邦
2014.08.08	BBB	ネガティブ	ロシア連邦
2014.12.26	#BBB-	ネガティブ	ロシア連邦
2015.07.23	BB+	ネガティブ	ロシア連邦
2017.08.21	BB+	安定的	ロシア連邦
2018.10.15	BBB-	安定的	ロシア連邦
2019.11.07	BBB	安定的	ロシア連邦

\*「見通し」は、外貨建長期発行体格付の見通し。クレジット・モニターの場合は、見直し方向を表示。

本ウェブサイトに記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCRの格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。